



DERLÜKS DERİ SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ
FİYAT TESPİT RAPORU

07 Haziran 2019



İÇİNDEKİLER

| | |
|---|----|
| 1. YÖNETİCİ ÖZETİ | 4 |
| 2. DERLÜKS HAKKINDA BİLGİ | 6 |
| 3. PAZAR HAKKINDA BİLGİ | 19 |
| 4. BÜYÜMEYİ DESTEKLEMESİ BEKLENEN UNSURLAR..... | 22 |
| 5. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ | 25 |
| 6. SONUÇ | 38 |



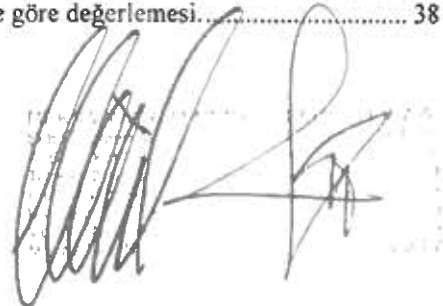
Handwritten signature in black ink, appearing to be a stylized name or initials.

ŞEKİLLER

| | |
|---|----|
| Şekil 1. Satışların ürün ve nitelik dağılımı..... | 10 |
| Şekil 2. İçecek bölümünün satışlarının yıllar içindeki gelişimi..... | 11 |
| Şekil 3. Satışların yurt içi-yurt dışı oranları | 12 |
| Şekil 4. Boran Meşrubat'ın dağıtım bölgeleri..... | 13 |
| Şekil 5. Yurt içi satışların bölgesel dağılımı..... | 13 |
| Şekil 6. Şirket 2016-2017-2018 yılları kapasite kullanım oranları | 15 |
| Şekil 7. Şirket 2016-2017-2018 kar marjı rasyoları | 18 |
| Şekil 8. Türkiye'nin deri ve ürünleri ihracatı | 20 |
| Şekil 9. Deri ve ürünleri ihracatının bölgesel dağılımı..... | 20 |
| Şekil 10. Deri ve türevleri ihracatının ürün bazında dağılımı | 21 |
| Şekil 11. 2013-2018 arası Derlüks Deri solo satışlar | 22 |
| Şekil 12. 2014-2018 arası Boran Meşrubat solo satışlar | 23 |
| Şekil 13. İçecek Bölümü Satışlarının Ürün Bazlı Dağılımı..... | 23 |

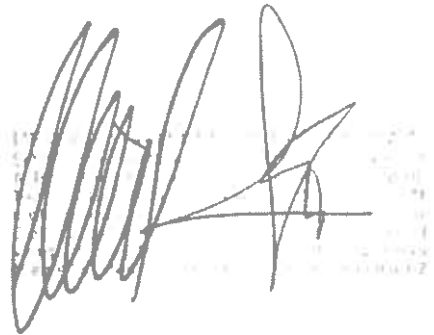
TABLolar

| | |
|---|----|
| Tablo 1: Şirket mevcut ve halka arz sonrası ortaklık yapısı..... | 7 |
| Tablo 2:Dönemler itibariyle personel dağılımı | 7 |
| Tablo 3:Satışların ürün ve nitelik dağılımı..... | 10 |
| Tablo 4: İçecek bölümünün satışlarının ürün dağılımı..... | 11 |
| Tablo 5: Satışların yurt içi-yurt dışı oranları. Yurt dışı satışlar ihracatlar, özel faturalar, dış ticaret firmaları üzerinden ihraç kayıtlı satışları kapsamaktadır. | 12 |
| Tablo 7: Kapasite Kullanım Tablosu..... | 14 |
| Tablo 8: Şirket toplam net kapasitesi | 14 |
| Tablo 10: Şirket'in Sahip Olduğu Markalar | 15 |
| Tablo 11: Şirket 2016-2017-2018 karşılaştırmalı mali tabloları | 16 |
| Tablo 12: Şirket 2016-2017-2018 karşılaştırmalı gelir tabloları | 17 |
| Tablo 13:Sermaye Artırımında Elde Edilecek Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri Error! Bookmark not defined. | |
| Tablo 14: 2019-2023 arası Şirket satış projeksiyonu | 26 |
| Tablo 15: 2019-2023 arası satışların maliyeti | 26 |
| Tablo 16: 2019-2023 arası ayrılabilir tahmini amortisman | 26 |
| Tablo 17: 2019-2013 arası tahmini faaliyet giderleri | 26 |
| Tablo 18: 2019-2023 arası tahmini işletme sermayesi ihtiyacı | 27 |
| Tablo 19: 2019-2023 arası tahmini yatırım ihtiyacı | 27 |
| Tablo 20: 2019-2023 arası indirgenmiş nakit akımları | 29 |
| Tablo 21: Faiz, amortisman, vergi, öncesi kar hesaplaması | 31 |
| Tablo 22: Kısımlar arası FAVÖK'ün ağırlığı | 31 |
| Tablo 25: Kısımlar arası Net Kâr Hesaplaması | 32 |
| Tablo 26: Piyasa çarpanları baz alınan şirketler | 32 |
| Tablo 27: Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin karlılık marjları..... | 33 |
| Tablo 28: Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin çarpanları..... | 33 |
| Tablo 29: BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü için baz alınan piyasa çarpanları | 34 |
| Tablo 30:Piyasa çarpanları baz alınan şirketler | 35 |
| Tablo 31:Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin karlılık marjları..... | 35 |
| Tablo 32:Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin çarpanları..... | 36 |
| Tablo 33: Baz alınan şirketlere göre içecek kısmının piyasa çarpanları değerlemesi | 37 |
| Tablo 34: Baz alınan piyasa çarpanlarına göre Derlüks Deri'nin değerlemesi | 37 |
| Tablo 35:Piyasa Çarpanlarına Göre Şirket Değeri | 37 |
| Tablo 36: Derlüks Deri'nin İNA ve piyasa çarpanları analizine göre değerlemesi..... | 38 |



KISALTMALAR ve TANIMLAR

| | |
|----------------|--|
| A.Ş. | Anonim Şirket |
| a.d. | Anlamalı Değil |
| AB | Avrupa Birliği |
| ABD | Amerika Birleşik Devletleri |
| Bşk. | Başkan |
| Cad. | Caddesi |
| FAVÖK | Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar |
| FMCG | Fast-Moving Consumer Goods-Hızlı Tüketim Ürünleri |
| IMF | International Monetary Fund-Uluslararası Para Fonu |
| İDMİB | İstanbul Deri ve Deri Mamülleri İhracatçılar Birliği |
| İSO | İstanbul Sanayi Odası |
| Ldt. | Limited |
| Mah. | Mahallesi |
| Sok. | Sokağı |
| SPK | Sermaye Piyasası Kurulu |
| Şti. | Şirketi |
| T.C. | Türkiye Cumhuriyeti |
| TCMB | Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası |
| TL | Türk Lirası |
| TOBB | Türkiy Odalar ve Borsalar Birliği |
| TPE | Türk Patent Enstitüsü |
| USD | United States Dollars-Amerika Birleşik Devletleri Doları |
| Vb. | Ve benzerleri |
| BAVUL TİCARETİ | Dış ülkelerden dönerken yolcu beraberinde taşınan ve gümrüksüz ülkeye sokulan, eşyaların ticareti.. |
| İÇLİKLİ | Kışlık mont, kaban, parka, ceket gibi giyim eşyalarının iç kısmında astar niyetine kullanılan kürk, yaban hayvanı gibi materyallerden yapılan bölüm. |
| KÜRK DERİ | Tüyleri uzun bırakılmış konfeksiyona hazır deri. |
| POS Cihazı | Point of Sale – Satış noktası cihazı |
| SARACIYE | Deriyapılan bavul, çanta cüzdan, kemer vb. ürünler ve bu ürünleri yapma işi. |
| TABİ DERİ | Tamamen doğal konfeksiyona hazır deri. |
| ZİG DERİ | Konfeksiyona hazır, işlentisi bitmiş mamül. |



1. YÖNETİCİ ÖZETİ

1.1 Raporun Amacı

Bu rapor, Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Derlüks Deri", "Şirket" veya "İhraççı") ile Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa") arasında 03.04.2019 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Rapor, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı ve SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ hükümleri çerçevesinde elde edilen ve sağlanan bilgiler doğrultusunda hazırlanmış olup, Meksa Yatırım işbu Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlamak için ilgili Kurul Kararı'nda belirtilen gerekli şartlara ve yeterliliğe sahip olup, ilgili Kurul Kararı'nda belirtilen bağımsızlık ilkelerine uyulmuştur.

Derlüks Deri, çoğunlukla Rusya ve Ukranya gibi soğuk iklim koşullarının hakim olduğu bölgelere üst segment erkek deri ve kürk ceketler üretmektedir. Şirket'in faaliyetleri, üst segment müşterilere hitap eden ürünler üretilmesi nedeniyle özgün tasarım ve yüksek kaliteyi kullanıma bağlıdır. Şirket bu doğrultuda geçmişte Avrupa'nın önde gelen tasarımcıları ile çalışarak önemli Know-How birikimine sahip olmuştur. Ülke ve bölgelere göre farklılık gösteren pazarlama yöntemleri kullanarak özgün bir müşteri deneyimi geliştirmiştir.

Derlüks Deri, ağırlıklı olarak ihracat yapan bir firmadır. Satışlarının %70 kadarını yurt dışına ihraç ederken, yurt içi satışlarının da %95 kadarını dolaylı olarak kuzey ülkelerden gelen turistlere yapmaktadır.

Derlüks Deri'nin perakende faaliyeti olmayıp, sipariş usulü çalışmaktadır. Ürettiği ürünleri kendi ticari markası olan Emiliano Zapata etiketiyle satmaktadır. Aynı zamanda dünyaca ünlü top designer markalarla da iş birliği bulunan Şirket, bu markalara fason üretim yapmaktadır.

Üretim olarak yalnızca erkek deri konfeksiyonu üzerine yoğunlaşan Derlüks Deri, sipariş alması durumunda belirlenmiş kalite şartlarında tedarikçilerine fason üretim yaptırmaktadır.

Derlüks Deri'nin bağlı ortaklığı Boran Meşrubat; Bağcılar, Bayrampaşa, Esenler, Güngören ve Bahçelievler İlçeleri'nde içecek dağıtımını yapmaktadır. Tedarikçi firmalarla bir yıllık yapılan sözleşmeler doğrultusunda, sözleşmede belirlenmiş bölgeler haricinde satış yapmamaktadır.

1.2 Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik İlkeler

- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Değerleme işi bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- İşbu Fiyat Tespit Raporu hazırlanırken SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'in 3. maddesine riayet edilmiştir.

1.3 Sınırlayıcı Koşullar

- Raporda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışmaları genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre denetimi veya inceleme çalışmasını içermemiştir.
- Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Meksa'ya sunulan bilgilerin güvenilir ve doğru olduğu varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu denetlenmemiştir.
- Şirket pay sahiplerinin basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Meksa, Şirket ve ilgili personellerden elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

1.4 Değerlemede Kullanılan Yaklaşımlar

Derlüks Deri'ye ilişkin Fiyat Tespit Raporu, SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'in 3. Maddesi gereği Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak hazırlanmıştır. Değerleme çalışmasında; Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri kullanılmıştır. Bu yöntemler;

- Gelir Yaklaşımı Yöntemi
 - İNA (İndirgenmiş Nakit Akımları),
- Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları) Yöntemi
 - F/K (Fiyat / Kazanç Oranı),
 - PD/DD (Piyasa Değeri / Defter Değeri)
 - FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr)
 - PD/NS (Piyasa Değeri / Net Satışlar)

çarpanları kullanılmıştır.

Yukarıda bahsedilen her iki yöntem ile hesaplanan nihai Şirket Değeri aşağıdaki gibidir.

| | Şirket Değeri | Ağırlıklandırma | Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri |
|--|---------------|-----------------|----------------------------------|
| Gelir Yaklaşımı Yöntemine Göre | 43.628.000 | 50,0% | 21.814.000 |
| Pazar Yaklaşımı Yöntemine Göre | 64.717.349 | 50,0% | 32.358.675 |
| Toplam Şirket Değeri | | 100% | 54.172.675 |
| Şirket Pay Başına Değeri | | | 3,61 |
| Halka Arz İskontosu | | | %26,25 |
| Halka Arz İskontosu Sonrası Şirket Değeri | | | 39.952.348 |
| Halka Arz Fiyatı | | | 2,66 |

Derlüks Deri için yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılan yöntemler eşit ağırlıklandırılmış ve nihai Şirket Değeri 54.172.675-TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi 15.000.000-TL olup, hesaplanan birim pay değeri 3,61-TL'ye karşılık gelmektedir. Şirket'in halka arz fiyatı, bulunan şirket değerine uygulanan %26,25'lik halka arz iskontosu ile 2,66-TL olarak belirlenmiştir. Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkün olmakla beraber kullanılan yöntemler ile hesaplanan değerler makul olduğu görüşündeyiz.

2. DERLÜKS HAKKINDA BİLGİ

Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket", "Ana ortaklık", "Derlüks Deri", "İhraççı") 26 Şubat 2002 tarih ve 5493 sayılı TTSG'de ilan edildiği üzere, 5.000 TL ödenmiş sermaye ile kurulmuş ve Türkiye'de tescil edilmiştir. Şirket, 15 Ekim 2018 tarihi itibarıyla ödenmiş sermayesini 15.000.000 TL'ye çıkarmıştır. 11 Şubat 2019 tarih ve 606 sayılı TTSG'de ilan edildiği üzere Şirket nevi değişikliği ile anonim şirket olarak tescil olmuştur. Şirket, SPK'nın 14 Mart 2019 tarih ve 17/355 sayılı kararı ile kayıtlı sermaye sistemine geçmiş olup 01 Nisan 2019 tarihli genel kurulda kayıtlı sermaye sistemine geçiş ve şirket esas sözleşmesinin SPK'n ve TTK'na uygun hale getirilmesine ilişkin gerekli madde değişiklikleri gerçekleştirilmiştir. Söz konusu değişiklikler 08.04.2019 tarih ve 9804 sayılı TTSG'nde ilan edilmiştir.

Esas Sözleşme'nin 3. Maddesi uyarınca, Şirket'in amaç ve konusu başlıca şunlardır:

1-Her türlü doğal deriden bay, bayan ve çocuk giyim eşyaları, giyim aksesuarları ve kullanım ürünlerinin imalatı, alım satımı ithalat ve ihracatını yapmak.

2-Her türlü tekstil ürünleri, triko ürünleri, dokuma ürünleri, giyim eşyaları ve aksesuarlarını almak, satmak, üretmek, ithalat ve ihracatını yapmak.

3-Her türlü deri ve tekstil hammaddeleri, deri ve tekstil kimyasalları, kumaş, doğal deri, suni deri, iplik ve konfeksiyon malzemelerinin alım satımı, ithalat ve ihracatını yapmak.

Şirket yukarıda esas sözleşmesinde yer alan amaç ve kapsamı içinde, özellikle lüks erkek deri giyim eşyaları üretmeye odaklanmıştır. Şirket'in merkezi ve üretim tesisleri, Kazlıçeşme Mah., Demirhane Cad., Hacı Reşit Bey Sok. No:11 34020 Zeytinburnu-İstanbul'dadır.

Derlüks Deri, Zeytinburnu, Sümer Mahallesi, Adnan Kahveci Cad. No:8 adresinde bulunan 500 m2 kapalı alanlı bir atölye, 5 makine ve yaklaşık 30 personelle başladığı üretime, bugün 3100 m2 kapalı alanlı Şirket merkezi, 43 makine ve 87 personelle devam etmektedir.

Kuruluş aşamasında üretim ve satışın tamamı bavul ticaretiyle Rusya ve eski doğu bloku ülkelerine yapılmaktayken, bugün "EmilianoZapata" markası ile önemli ihracat başarıları göstermektedir. Şirket, 2016 yılında tüm deri ürünleri grubunda (giysi, saraciye, çanta ve ayakkabı dahil olmak üzere) Türkiye'nin en fazla ihracat yapan 36.'ı şirketi olmuştur. 2017 ve 2018 yıllarında ise grubunda en fazla ihracat yapan 10 firma arasına girerek "İhracat altın ödülü" almaya hak kazanmıştır(Kaynak: İDMİB). Şirket kendi markasının yanı sıra, Balmain, YvesSalomon, Tara Jarmon, Tigra, SiesMarjan, Barbara Bui, Humanoid gibi dünyaca tanınmış firmalarına fason üretim yapmaktadır.

Şirket, özellikle Rusya'da bilinirliğini artırabilmek için ciddi medya kampanyaları yapmıştır. Bu amaçla 2014 yılında dünyaca ünlü aktör AdrienBrodymarka yüzü olarak seçilmiştir. 25 kişilik profesyonel bir ekiple yapılan çekimler, Rusya ve Ukrayna'da havalimanlarında, televizyonlarda, dergilerde kullanılmıştır. Ayrıca, İstanbul Atatürk Havalimanı Dış Hatlar Terminali'nde billboardlarda, dış hat uçuşlarında yolcu TV ekran açılışlarında kullanılmıştır.

İhraççı, tek sektör riskinin olası etkilerini azaltabilmek amacıyla, Eylül 2014'de FMCG (hızlı tüketim maddeleri) sektöründe faaliyet gösteren Boran Meşrubat Dağıtım Sanayi ve Ticaret

Lti.Şti. ("Boran Meşrubat", "Bağlı Ortaklık") satın almıştır. %100 bağlı ortaklık konumunda bulunan Boran Meşrubat, Erikli&Nestle Waters. Tuborg, Dimes, Freşa başta olmak üzere bir çok içecek markasının distribütörlüğünü yapmaktadır.

Bahçelievler Yenibosna Merkez Mah. Arif Ağa Sok. No:29'da bulunan 2750 m2 kapalı, 1200 m2 açık alana sahip modern bir depoda faaliyetlerini sürdüren Boran Meşrubat, 2016 yılının Ocak ayında 315.000 koli satış rakamı ile, aynı alanda faaliyet gösteren diğer bayiler içinde bir rekora imza atarak Erikli&Nestle Waters'ın Türkiye'deki "En Yüksek Hacme Sahip Bayisi" olma ünvanını kazanmıştır. Derlüks bünyesine katıldıktan sonra Boran Meşrubat'ın araç sayısı 31'e, çalışan sayısı 47'ye çıkmıştır. 2018 yılında Boran Meşrubat Erikli&Nestle Waters'ın Türkiye'deki 3., Tuborg'un 5. en çok satış yapan bayisi olmuştur (Kaynak: Erikli ve Tuborg).

Üretim sürecini ISO9001 (Kalite Güvencesi) ile yöneten Derlüks Deri, ISO18001 (İş Güvenliği), ISO10002 (Müşteri Memnuniyeti), ISO14001 (Çevre Güvenliği) sertifikalarına sahiptir.

Şirket ve Bağlı Ortaklığı'nın üretim ve ticari faaliyet sürecini etkileyebilecek ciddi bir hukuksal uyumsuzluğu ve dava konusu yoktur (Kaynak: Tercan Ildır Hukuk Bürosu-Bağımsız Hukukçu Raporu).

2.1 Ortaklık Yapısı

Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 75.000.000 TL olup, çıkarılmış sermayesi 15.000.000 TL'dir.

Tablo 1: Şirket mevcut ve halka arz sonrası ortaklık yapısı.

| No | Ortağın Adı, Soyadı/Unvanı | Halka Arz Öncesi (TL) | (%) | Halka Arz Sonrası (TL) | (%) |
|----|----------------------------|-----------------------|------------|------------------------|------------|
| 1 | Cemal GÜZELCİ | 15.000.000 | 100 | 14.000.000 | 56 |
| | Halka Açık | - | - | 11.000.000 | 44 |
| | TOPLAM | 15.000.000 | 100 | 25.000.000 | 100 |

Kaynak: 25.04.2019 Genel Kurul Tutanağı

Şirket Esas Sözleşmesi'nin 6.Maddesi'nde belirtildiği gibi imtiyazlı pay grubu bulunmayıp, tüm paylar eşit oy hakkına sahiptir.

2.2 Personel Hakkında Bilgiler

Personelin tamamı Marmara Bölgesi-İstanbul'da istihdam edilmektedir. Üst kademe yönetim, orta kademe yönetim (mali işler, insan kaynakları vb.) ve destek birimlerinde (ulaşım, temizlik, idari işler vb.) dönemsel olarak sayısal değişim dikkat çekici değildir. Grup'un büyümesi nedeniyle 2017 ve 2018'de üretim-satış kadrosu da paralel olarak büyümüştür.

Tablo 2: Dönemler itibariyle personel dağılımı.

| Personel Sayısı (Dönem Sonu) | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 | 31.03.2019 |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Yönetim | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Mali işler | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Üretim-satış | 72 | 105 | 122 | 122 |
| Destek | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Toplam | 84 | 117 | 134 | 134 |

Kaynak: Şirket

2.3 Şirketin Ana Faaliyet Alanları:

İhraççının ana iş konusu, her türlü doğal deri, tekstil, triko, dokuma ürünlerinden bay, bayan ve çocuk giyim eşyaları, giyim aksesuarları ve kullanım ürünlerinin imalatı, alım - satımı ithalat ve ihracatını yapmak, bunun yanı sıra her türlü deri vetekstil hammaddeleri, deri ve tekstil kimyasalları, kumaş, doğal deri, suni deri, iplik ve konfeksiyon malzemelerinin alım satımı, ithalat ve ihracatını yapmaktır.

Bağlı ortaklığın ana faaliyet konusu ise; su, meşrubat, alkollü ve alkolsüz içecekler ve gıda ürünlerinin toptan alım, satım, pazarlama ve dağıtımını yapmaktır. FMCG (Fastmovingconsumergoods-hızlı tüketim maddeleri) sektöründe faaliyet gösteren başlıca firmaların dağıtım bayiliğini İstanbul'un 5 ilçesinde (Bahçelievler, Güngören, Esenler, Bayrampaşa ve Bağcılar) üstlenmiş durumdadır.

Ana başlık olarak İhraççının; Bağlı Ortaklığı ile birlikte üretim ve ticari ürünleri aşağıdaki gibidir.

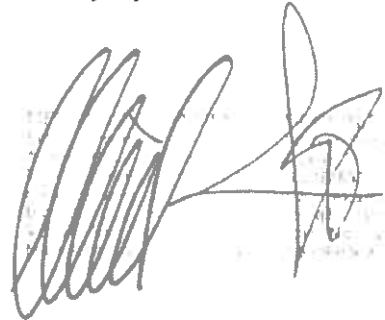
1. Üretimi Yapılan Ürünler

- Kürk süet mont.
- Kürk içlikli kumaş kaban.
- Kürk kaban.
- Tabii deri ceket.
- Tabii deri kaban.
- Tabii deri gömlek.
- Tabii deri pantolon.
- Tabii deri elbise.
- Tabii deri yelek.

İhraççı söz konusu bu ürünlerin çok büyük oranını Emiliano Zapata, Zapata Sport Bluster markası altında, bir kısmını fason olarak Avrupa ve Amerika firmalarına yapmaktadır. Ürettiği ürünlerin tamamı A segmenti müşteriye hitap eden, kendi tasarımı tabii deri, kürk, av hayvanı ve kumaş kombinasyonu ürünlerdir. Üretimini, Şirket merkezinde 86 personel ve 43 makine ile yapmaktadır. Ancak, yoğun sezonda kendisi de erkek konfeksiyon ürünlerini ve cüzdan, ayakkabı, kemer gibi tamamlayıcı aksesuarları fason olarak imal ettirebilmektedir.

Ürettiği ürünlerin %70-75'i dış ticaret şirketleri yoluyla, direkt ihracat olarak veya ihraç kayıtlı satış olarak yurt dışına satılmaktadır. Satışının geri kalanı Antalya gibi turistik bölgelerdedir. Müşteri kitlesi ağırlıklı olarak kuzey komşularımızdır. Rusya ve Ukrayna'da marka bilinirliği üst seviyededir. 2014-2017 arası ciddi tanıtım ve reklam çalışması yapılmıştır.

Üretim süreci şöyle işlemektedir: Tasarımcılar iki sezon için yılda yaklaşık 500'e yakın özgün model üretmektedir. Bu modeller Şirket merkezinde showroomda ve büyük fuarlarda görücüye çıkmaktadır. Müşteri taleplerinden sonra hızlı bir şekilde üretim aşamasına geçilmektedir. Müşteri terminleri genellikle kısadır. Bu yüzden hammadde stoklu çalışılmaktadır. Üretilen mal sevk edilmekte ve aynı zamanda faturalandırılmaktadır.



2. Ticari Ürünler

- Kürk kaban.
- Tabii deri ceket.
- Tabii deri kaban
- Deri çanta.
- Deri ayakkabı.
- Deri cüzdan.
- Deri kemer.
- Ham zig deri
- Ham kürk deri.

Şirket kendi segmenti ve odaklandığı alan dışında kalan, kadın, B-C segmenti erkek, büyük beden erkek ürünlerini ve ihtiyaç fazlası, norm dışı olan hammaddeyi de ticari mal olarak alıp satmaktadır. Bu ürünlerin satışı daha çok çapraz pazarlama şeklinde gerçekleştirilmektedir. Üretimi yapılan A segmenti erkek ürünleri alan müşterilere, ticari ürünler de sunulmaktadır. Ya da tam tersi üretim yapılan ürünü alan müşterilerin talepleri doğrultusunda satış yapılmaktadır. Bu ürünlerde yüksek kar marjı olmamakla birlikte finansman giderleri göz önünde bulundurulmaktadır.

3. Bağlı Ortaklık Ticari Ürünler

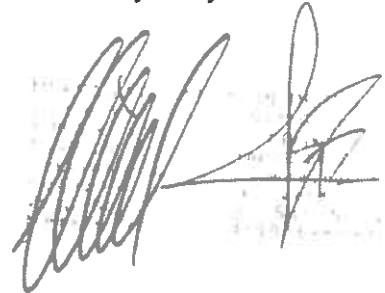
- Hafif alkollü içecek dağıtımı
- Pet şişe su dağıtımı
- Maden suyu dağıtımı
- Meyve suyu dağıtımı
- Meşrubat dağıtımı
- Çay ve türevleri dağıtımı

Boran Meşrubat hızlı tüketim ürünleri sektöründe, özellikle içecek dağıtımı alanında faaliyet göstermektedir.

Bir üretimi yoktur. Satışının tamamı distribütörlüğünü yaptığı firmaların ürünleridir. Tuborg, Erikli&NestleWaters, Dimes, Freşa gibi çok bilinen ve segmentlerinde lider olan firmaların dağıtımını yapmaktadır. Ayrıca, enerji içecekleri, çay mamülleri, diğer gazoz, soda ve kutu içecekleri de müşteri talepleri doğrultusunda satmaktadır.

Satış bölgesi, İstanbul'un Bağcılar, Bayrampaşa, Esenler, Güngören ve Bahçelievler İlçeleri'ni kapsamaktadır.

Satış süreci şöyle işlemektedir: Distribütörlük anlaşmaları sağlanmaktadır. Akabinde ürün stoğu yapılmaktadır. Satış temsilcileri, bölgelerindeki hedef market (ulusal marketler hariç), bakkal, tekeli bayi, büfe, kafe, restoran, otel vb. işletmeleri güzergah planı çerçevesinde ziyaret ederek sipariş oluşturmaktadırlar. Ürünler, ertesi gün siparişler servis araçlarıyla müşterilere teslim edilmektedir. Bu aşamada faturalandırma yapılmaktadır. Geleneksel kanal olarak nitelenen market, bakkal, tekeli bayi vb.'nin satışlar içindeki payı %67, yerinde tüketim noktaları olarak nitelenen restoran, cafe vb. noktaların satışlar içindeki payı %22, toptan satışların ise %5'dir. Bu nedenle stoklu çalışılmaktadır. Özellikle yaz aylarında stok artabilmektedir.



Ürünlerin satışı, POS cihazı üzerinden kredi kartıyla ya da bir miktar peşin ödeme ve maksimum 14 gün vade ile yapılmaktadır.

İhraççının satışlarının ürün dağılımı:

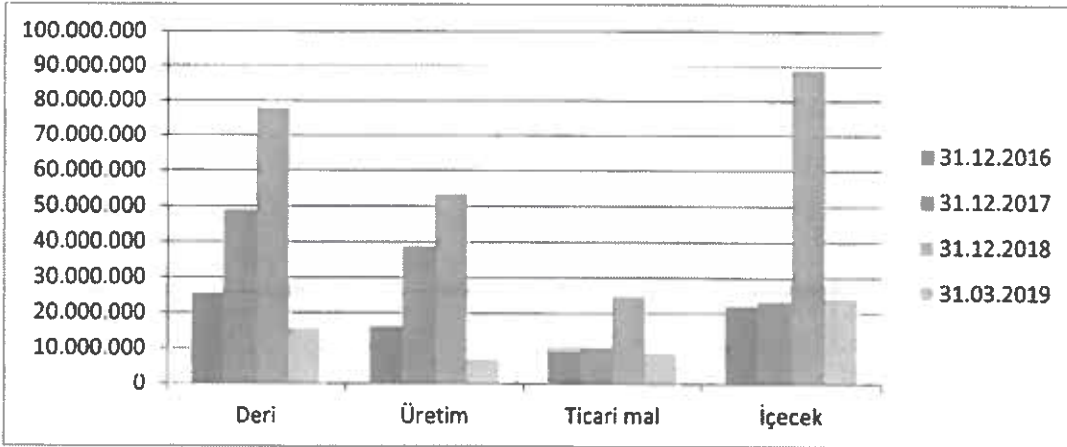
İhraççının, 2016 yılı net satışlarının %53,53'ü deri bölümünün, %46,47'si ise içecek bölümün gelirlerinden oluşmaktadır. Yine deri bölümün üretimden satışları %33,89'iken, ticari mal olarak yapılan satışların toplam içinde aldığı pay %19,63'dür. 2017 yılında içecek bölümünün toplam satışlar içindeki hacmi %32,31'e gerilemiştir. Deri bölümü toplama satışlardan %67,69 pay alırken, bu bölümün ticari mal satışları %13,95'e düşmüştür. 2018 yılına gelindiğinde hafif alkollü ürünlerin, içecek bölümü ürün gamına katılmasıyla birlikte, bu bölümün payı tekrar yükselmiş ve toplam satışlar içinde %53,36'ya çıkmıştır. Deri bölümünün ticari mal satış oranı da %14,69'a yükselmiştir.

Tablo 3: Satışların ürün ve nitelik dağılımı.

| | 31.12.2016 | | 31.12.2017 | | 31.12.2018 | | 31.03.2019 | |
|---------------|-------------------|------------------------------------|-------------------|------------------------------------|--------------------|------------------------------------|-------------------|------------------------------------|
| | Satış Tutarı (TL) | Hasılat İçerisinin deki Ağırlık(%) | Satış Tutarı (TL) | Hasılat İçerisinin deki Ağırlık(%) | Satış Tutarı (TL) | Hasılat İçerisinin deki Ağırlık(%) | Satış Tutarı (TL) | Hasılat İçerisinin deki Ağırlık(%) |
| Deri | 25.223.518 | 53,53 | 48.771.371 | 67,70 | 77.660.245 | 46,64 | 15.638.243 | 39,21 |
| Üretim | 15.971.152 | 33,89 | 38.719.217 | 34,96 | 53.198.184 | 31,95 | 6.890.101 | 17,27 |
| Ticari mal | 9.252.367 | 19,63 | 10.052.153 | 13,95 | 24.462.061 | 14,69 | 8.748.142 | 21,93 |
| İçecek | 21.896.583 | 46,47 | 23.270.34 | 32,30 | 88.831.962 | 53,36 | 24.248.178 | 60,79 |
| TOPLAM | 47.120.371 | 100 | 72.041.405 | 100 | 166.492.207 | 100 | 39.886.421 | 100 |

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu

Şekil 1. Satışların ürün ve nitelik dağılımı.



Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu

İhraççının içecek bölümünün satışları içinde en yüksek kısmı 2018 yılına kadar su bölümü oluşturmaktadır. 2016 yılında içecek bölümün satışlarının %65,44'ü iki marka aracılığıyla yaptığı pet su satışlarından meydana gelmektedir. 2017 yılında bu oran %65,61'e olmuştur. Ancak, Tuborg'un ürün gamına katılmasıyla birlikte 2018 yılında, pet su satışlarının toplam

satışlara oranı %16.68'e kadar gerilemiştir. 2019'da ise bu oran %12.91'e düşmüştür. Bu orandaki gerilemenin sebebi su satışlarının azalması değil hafif alkollü içki satışlarında meydana gelen büyük artıştır.

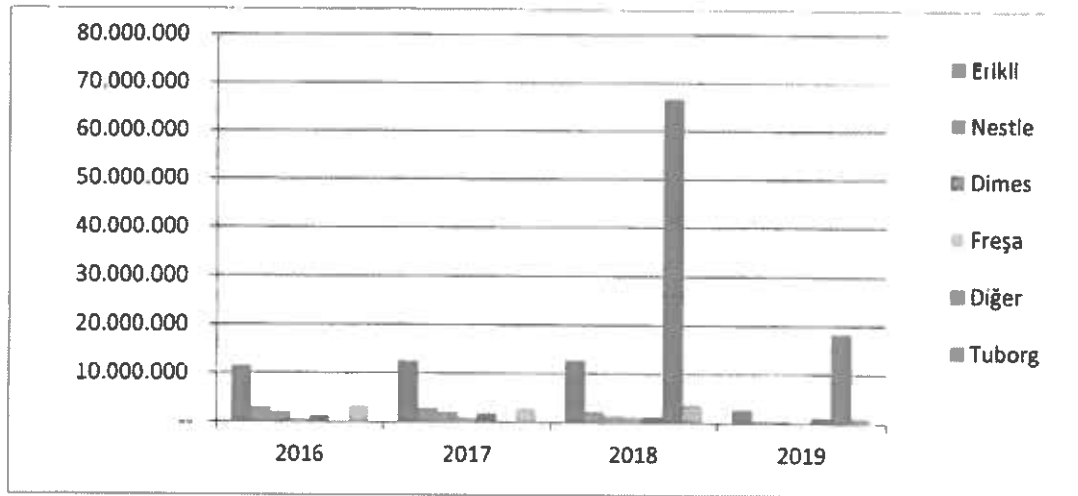
Öye yandan Dimes satışlarının toplam içindeki payı 2016 yılında %9.57'iken 2018 yılında bu oran %1.85'e gerilemiştir. Freşa satışları hacimsel olarak istikrarını korumakla birlikte oransal olarak azalmıştır.

Tablo 4: İçecek bölümünün satışlarının ürün dağılımı.

| | 31.12.2016 | | 31.12.2017 | | 31.12.2018 | | 31.03.2019 | |
|------------------|-------------------|----------------------------------|-------------------|----------------------------------|-------------------|----------------------------------|-------------------|----------------------------------|
| | Satış Tutarı (TL) | Hasılat İçerisindeki Ağırlık (%) | Satış Tutarı (TL) | Hasılat İçerisindeki Ağırlık (%) | Satış Tutarı (TL) | Hasılat İçerisindeki Ağırlık (%) | Satış Tutarı (TL) | Hasılat İçerisindeki Ağırlık (%) |
| Erikli | 11.401.837 | 52,07 | 12.455.217 | 53,52 | 12.637.785 | 14,23 | 2.725.526 | 11,24 |
| Nestle | 2.928.455 | 13,37 | 2.813.444 | 12,09 | 2.179.839 | 2,45 | 404.047 | 1,67 |
| Dimes | 2.096.310 | 9,57 | 2.056.055 | 8,84 | 1.264.287 | 1,42 | 449.102 | 1,85 |
| Freşa | 943.964 | 4,31 | 1.250.870 | 5,38 | 1.327.551 | 1,49 | 213.109 | 0,88 |
| Diğer | 1.234.517 | 5,64 | 1.806.257 | 7,76 | 1.081.875 | 1,22 | 1.119.999 | 4,62 |
| Tuborg | ---- | 0 | ----- | 0 | 66.728.595 | 75,12 | 18.289.116 | 75,42 |
| Hizmet Gelirleri | 3.291.769 | 15,03 | 2.888.187 | 12,41 | 3.612.031 | 4,07 | 1.047.279 | 4,32 |
| TOPLAM | 21.896.583 | 100 | 23.270.034 | 100 | 88.831.962 | 100 | 24.248.178 | 100 |

Kaynak: Şirket

Şekil 2. İçecek bölümünün satışlarının yıllar içindeki gelişimi.



Kaynak: Şirket

İhraççının satışlarının yurt içi-yurt dışı dağılımı:

İhraççının net satışları 31.12.2016 tarihinde 47.120.371 TL olarak gerçekleşirken, bunun toplam satışlar baz alındığında % 43.09'una, sadece deri konfeksiyon bölümü baz alındığında

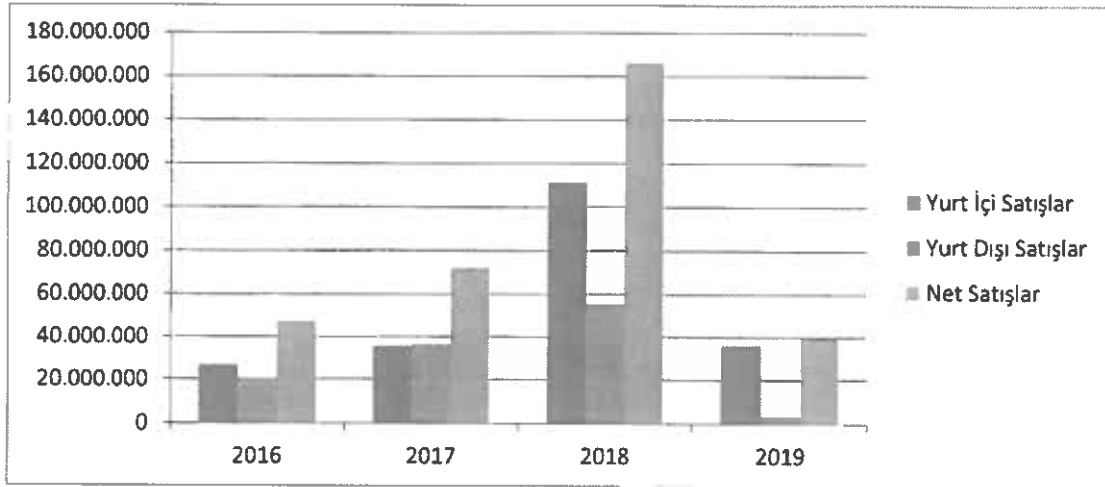
%80'49'una denk gelen kısmının yurt dışına yapıldığı görülmektedir. 31.12.2017 tarihi itibariyle 72.041.405 TL toplam satış gerçekleşmiştir. Bu satışın %50.50'si yurt dışından elde edilmiştir. Sadece deri konfeksiyon kısmı baz alındığında ise satışların %74.59'u yurt dışı satışlardan oluşmaktadır. 2018 yılında ise toplam cironun yurt dışı hasıladan oluşan kısmı %33'19'dur. Sadece deri konfeksiyon bölümü baz alındığında yurt dışı hasılanın oranı %71.15 olmaktadır.

Tablo 5: Satışların yurt içi-yurt dışı oranları. Yurt dışı satışlar ihracatlar, özel faturalar, dış ticaret firmaları üzerinden ihraç kayıtlı satışları kapsamaktadır.

| Tüm Satışların Yurt İçi-Yurt Dışı Oranı | | | | | | | | |
|---|-------------------|------------|-------------------|------------|--------------------|------------|-------------------|------------|
| Satışlar (TL) | 31.12.2016 | % | 31.12.2017 | % | 31.12.2018 | % | 31.03.2019 | % |
| Yurt İçi Satışlar | 26.816.820 | 56.91 | 35.661.682 | 49.50 | 111.231.517 | 66.81 | 36.122.814 | 90,56 |
| Yurt Dışı Satışlar* | 20.303.551 | 43.09 | 36.379.723 | 50.50 | 55.260.690 | 33.19 | 3.763.607 | 9,44 |
| Net Satışlar | 47.120.371 | 100 | 72.041.405 | 100 | 166.492.207 | 100 | 39.886.421 | 100 |

Kaynak: Şirket ve İDMİB

Şekil 3. Satışların yurt içi-yurt dışı oranları



Kaynak: Şirket ve İDMİB

İhraççının satışlarının bölgesel dağılımı:

İhraççının bağlı ortaklığı Boran Meşrubat; Bağcılar, Bayrampaşa, Esenler, Güngören ve Bahçelievler İlçeleri'nde içecek dağıtımını yapmaktadır. Boran tedarikçi firmalarla yapılan sözleşmeler gereğince yalnızca kendi bölgesinde dağıtım faaliyetlerinde bulunabilmektedir ve bu nedenle satışlarının tamamı Marmara Bölgesine gerçekleştirilmektedir.

2.4 Yıllık Üretim Kapasitesi

İhraççının ana ürün bazında yıllık kapasite bilgileri, sektör ortalamaları, 2018 yılı içindeki makine ve işçi alımları, mesailer göz önüne alınarak tespit edilmiştir.

Tablo 6: Kapasite Kullanım Tablosu.

| Üretim Kapasitesi | | | | | | | |
|-------------------|------|----------------|------------------------------------|------------|--------|-------|--------------|
| Yıl | | Makine Sayısı* | Ortalama Makine Başına Ürün Dikimi | Gün Sayısı | Toplam | Mesai | Genel Toplam |
| Üretim adedi | 2018 | 30 | 8 | 300 | 72.000 | 8.640 | 80.640 |
| | 2017 | 25 | 8 | 300 | 60.000 | 7.200 | 67.200 |
| | 2016 | 25 | 8 | 300 | 60.000 | 7.200 | 67.200 |

Kaynak: TOBB, Şirket demirbaş ve bordro listesi.

*: Üretim merkezinde 43 adet düz, deri, overlok, astar, zig-zag ve punto dikiş makinesi bulunmakta olup, 30 adet dikiş makinesinin aktif olarak kullanıldığı değerlendirilmiştir.

Bu miktarlar, üretimde 1 düz dikiş makinesi, 3 işçinin, günde 8 saat, yılda 300 gün çalıştığı ve günde 8 ürün ürettiği, Şirket dikim bölümünün 30 düz dikiş makinesi ve 59 işçi ile üretim yaptığı varsayımıyla yapılmıştır.

Genel temauiller günlük ortalama üretimin cekette 10, mont ve kabanda 8 adet olduğunu göstermektedir. <http://www.tobb.org.tr/SanayiMudurlugu/Documents/KapasiteKriterleri/HazirGiyim.pdf> Şirket merkezinde bulunan 43 dikiş makinesinin ortalama 30 adetinin üretime katkı yaptığını ve ortalama 8 ürün ürettiğini düşünürsek (30 makine*8 ürün*300 gün) 72.000 adet kapasiteye ulaşılmaktadır.

Öte yandan, mesailer (aylık ortalama 24 saat her işçinin mesaisi vardır) ile üretime ortalama 8.640 adet katkı sağlanmaktadır.

Bu bağlamda Şirket ortalama kapasitesinin 30 adet dikiş makinesi ve 59 dikim işçisiyle, günde 8 adet ortalama üretim ve ayda 24 saat mesaiyle ortalama 80.840 adet olduğu tespit edilmektedir. Bu rakamlar ortalama rakamları yansıtmaktadır. Bir miktar negatif veya pozitif sapma olabilir.

Tablo 7: Şirket toplam net kapasitesi

| Kapasite Kullanım Oranları | | | | | |
|----------------------------|------|-------------------|---------------|--------------|--------------------------|
| Ürün | Yıl | Üretim Kapasitesi | Toplam Üretim | Fason Üretim | Kapasite Kullanma Oranı* |
| Deri Konfeksiyon | 2018 | 80.840 | 84.838 | 5.707 | 97,89 |
| | 2017 | 67.200 | 73.810 | 4.300 | 103,23 |
| | 2016 | 67.200 | 33.236 | | 49,45 |

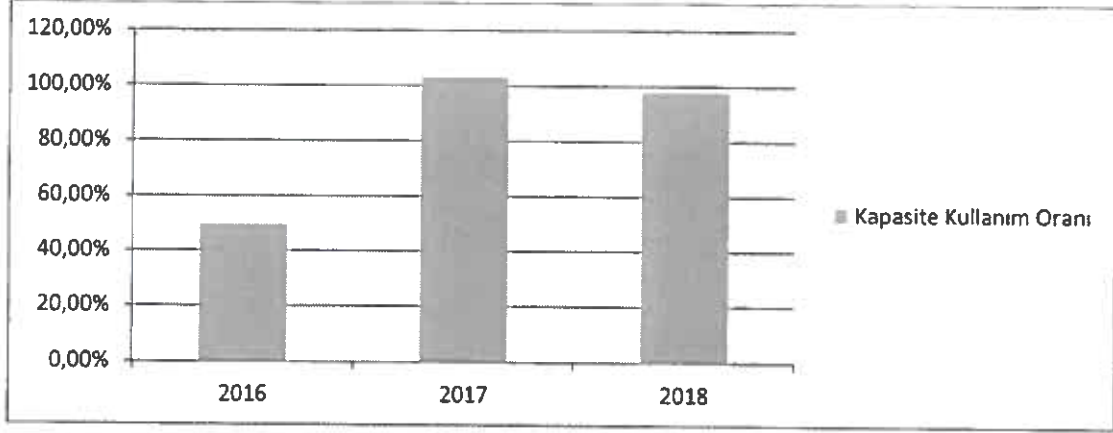
Kaynak: TOBB, Şirket demirbaş ve bordro listesi.

* Yoğun dönemlerde ek fazla mesai yapılarak üretim artırılmaktadır.

Şirket'in deri kısmı tam kapasite çalışmaktadır. Öte yandan firma ortalama yılda 5.000 adet fason üretim yaptırmaktadır. (2017-4300 adet, 2018-5.707, 2019 1.Çeyrek 2084 adettir). Son tahlilde Şirket'in yıllık üretim kapasitesine fason üretim eklendiğinde 85.840 adet olduğu söylenebilir.

Şirket 2016 yılında %49,45 kapasiteyle çalışırken, 2018 yılında bu oran %97,89'a çıkmıştır. Şirket, tam kapasiteye yakın çalışmaktadır. Ancak, ihracının kapasite artırması yüksek bir maliyet getirmemektedir. Bir dikiş makinesinin ortalama maliyeti 1.800 TL civarındadır. 3 dikiş makinesi ve 9 dikimhane işçisi alınması kapasitenin %10 artması için yeterli olmaktadır. İşçi başına ortalama 3 bin TL brüt ücret baz alındığında, söz konusu kapasite artırımının maliyeti, yıllık 330.000 TL civarında olmaktadır.

Şekil 6. Şirket 2016-2017-2018 yılları kapasite kullanım oranları.



Kaynak: Şirket

2.5 Mevcut Markalara Ait Bilgiler

Tablo 8. Şirket'in Sahip Olduğu Markalar

| Marka | Marka No | Tescil Tarihi | Geçerlilik Tarihi | Emtia Sınıfı |
|---------------------------|------------|---------------|-------------------|--|
| Emiliano Zapata* | 1.426.217 | 03.07.2018 | 03.07.2028 | Tüm deri giysiler, aksesuarlar |
| Alessandro Mancini* | 1.160.283 | 21.03.2013 | 21.03.2023 | |
| Emiliano Zapata** | 2017-29335 | 31.03.2017 | 31.03.2027 | |
| Alessandro Mancini** | 2012-51832 | 05.06.2012 | 05.06.2022 | |
| Rick Jarmon** | 2011-29235 | 08.04.2011 | 08.04.2021 | Her türlü malzemeden yapılmış iç-dış-ayak-baş giysileri |
| Derlüks** | 2017-29329 | 31.03.2017 | 31.03.2027 | |
| Boran Meşrubat*** | 2018-12784 | 03.07.2018 | 08.02.2028 | Biralar, maden suları, kaynak suları, sodalar, meşrubatlar |
| Zapata** | 2012-51836 | 06.06.2012 | 06.06.2022 | Tüm deri giysiler, aksesuarlar |
| Derlüks Emiliano Zapata** | 2013-15481 | 20.02.2013 | 20.02.2023 | |
| E.Z Logo** | 2015-20691 | 11.03.2015 | 11.03.2025 | |
| Arı Kuşu Logo** | 2012-65927 | 24.07.2012 | 24.07.2022 | |

Kaynak: Şirket, TPE.*Uluslararası WIPO-Madrid certificate of registration. **T.C. Türk Patent Enstitüsü marka tescil belgesi. ***T.C. Türk Patent Enstitüsü marka tescil belgesi bağlı ortaklığın markası.

2.6 Finansal Durum

Tablo 9: Şirket 2016-2017-2018 yılları ve 2019/03 tarihine ilişkin karşılaştırmalı mali tabloları.

| Finansal Durum Tablosu (TL) | Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş | | | |
|--|---------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 | 31.03.2019 |
| Dönen Varlıklar | 23.091.275 | 34.499.374 | 55.506.152 | 77.238.862 |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 2.021.445 | 2.275.004 | 8.403.638 | 9.817.396 |
| Ticari Alacaklar | 10.510.964 | 13.697.634 | 24.541.123 | 36.590.935 |
| -İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar | -- | -- | 3.334.789 | 2.848.376 |
| -İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar | 10.210.469 | 13.017.035 | 18.283.207 | 33.742.559 |
| Diğer Alacaklar | 562.298 | 262.546 | 815.567 | 1.227.721 |
| -İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar | 362.298 | 262.546 | 815.567 | 1.227.721 |
| Stoklar | 9.140.124 | 16.441.202 | 20.873.030 | 25.689.518 |
| Peşin Ödenmiş Giderler | 747.498 | 1.167.066 | 717.915 | 3.660.254 |
| Diğer Dönen Varlıklar | 108.946 | 655.922 | 154.879 | 253.038 |
| Duran Varlıklar | 11.814.410 | 15.438.635 | 20.059.310 | 23.403.825 |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller | 9.766.672 | 12.820.000 | 17.589.000 | 18.741.543 |
| Maddi Duran Varlıklar | 1.720.803 | 2.281.662 | 2.308.227 | 2.290.818 |
| Kullanım Hakkı Varlıkları | -- | -- | -- | 2.219.357 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 262.884 | 234.643 | 162.083 | 152.107 |
| TOPLAM VARLIKLAR | 34.905.685 | 49.938.009 | 75.565.462 | 100.642.687 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 17.510.730 | 25.294.933 | 43.202.071 | 67.374.053 |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar | 6.772.590 | 7.510.874 | 10.336.821 | 24.259.963 |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları | 2.531.502 | 7.422.664 | 12.571.003 | 13.600.706 |
| - Banka Kredileri | 2.531.502 | 7.422.664 | 12.571.003 | 12.220.038 |
| - Kiralama İşlemlerinden Borçlar | -- | -- | -- | 1.380.668 |
| Ticari Borçlar | 5.972.076 | 7.396.675 | 17.747.132 | 24.974.832 |
| - İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar | 5.972.076 | 7.396.675 | 17.747.132 | 24.974.832 |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar | 400.741 | 360.104 | 499.621 | 619.803 |
| Diğer Borçlar | 64.817 | 1.292.618 | 479.874 | 572.299 |
| - İlişkili Taraflara Diğer Borçlar | 11.559 | 1.242.960 | -- | 37.160 |
| - İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar | 53.258 | 49.658 | 479.874 | 535.139 |
| Ertelenmiş Gelirler | 1.665.556 | 1.228.359 | 1.223.497 | 3.021.911 |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü | 47.418 | 56.449 | 113.527 | 156.414 |
| Kısa Vadeli Karşılıklar | - | - | 34.970 | 67.850 |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 56.030 | 27.190 | 195.626 | 100.275 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 7.834.076 | 12.268.998 | 9.905.382 | 10.252.675 |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar | 7.555.401 | 11.841.330 | 8.494.471 | 8.742.659 |
| - Banka Kredileri | 7.555.401 | 11.841.330 | 8.494.471 | 7.581.305 |
| - Kiralama İşlemlerinden Borçlar | -- | -- | -- | 1.161.354 |
| Uzun Vadeli Karşılıklar | 278.675 | 427.668 | 634.471 | 808.660 |
| - Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar | 278.675 | 427.668 | 634.471 | 808.660 |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü | -- | - | 776.175 | 701.356 |
| ÖZKAYNAKLAR | 9.560.879 | 12.374.078 | 22.458.009 | 23.015.959 |
| Ödenmiş Sermaye | 5.000.000 | 8.465.932 | 15.000.000 | 15.000.000 |
| Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları) | 8.453 | (29.243) | (92.104) | (231.161) |
| Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler | 10.274 | 208.393 | 208.393 | 208.393 |
| Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları | 2.043.519 | 1.056.124 | 3.728.996 | 7.118.869 |
| Net Dönem Karı veya Zararı | 2.498.633 | 2.672.872 | 3.612.724 | 919.858 |
| TOPLAM KAYNAKLAR | 34.905.685 | 49.938.009 | 75.565.462 | 100.642.687 |

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu.

Tablo 10: Şirket 2016-2017-2018 yılları ve 2018/03- 2019/03 tarihine ilişkin karşılaştırmalı gelir tabloları

| Gelir Tablosu (TL) | Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş | | | | |
|--|---------------------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|
| | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 | 31.03.2018 | 31.03.2019 |
| Hasılat | 47.120.371 | 72.041.405 | 166.492.207 | 34.339.108 | 39.886.421 |
| Satışların Maliyeti | (38.872.305) | (64.437.297) | (146.669.644) | (30.968.921) | (35.183.472) |
| Brüt Kar/Zarar | 8.248.066 | 7.604.108 | 19.822.563 | 3.370.187 | 4.702.949 |
| Pazarlama Giderleri | (3.873.342) | (3.183.030) | (4.006.497) | (894.103) | (971.274) |
| Genel Yönetim Giderleri | (1.348.892) | (1.090.169) | (1.836.526) | (418.675) | (553.586) |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler | 2.785.922 | 3.029.807 | 13.779.331 | 2.167.379 | 3.363.738 |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler | (2.283.134) | (1.823.306) | (10.820.765) | (787.035) | (2.706.186) |
| Esas Faaliyet Karı / Zararı | 3.528.620 | 4.537.410 | 16.938.106 | 3.437.753 | 3.835.641 |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler | 3.101.807 | 2.352.585 | 1.468.542 | 96.405 | 525.875 |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler | (50.784) | (53.676) | (73.666) | (6.653) | (1.942) |
| Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı) | 6.579.643 | 6.836.319 | 18.332.982 | 3.527.505 | 4.359.574 |
| Finansman Gelirleri | 510.704 | 231.730 | 2.348.213 | -- | 169.815 |
| Finansman Giderleri | (4.473.069) | (4.070.869) | (15.635.838) | (2.354.021) | (3.385.531) |
| Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Öncesi Karı (Zararı) | 2.617.278 | 2.997.180 | 5.045.357 | 1.173.484 | 1.143.858 |
| Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri | -118.645 | -324.308 | -1.432.633 | (598.227) | (224.000) |
| Dönem Vergi (Gideri) Geliri | -269.140 | -353.163 | -536.398 | (86.989) | (196.742) |
| Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri | 150.495 | 28.855 | -896.235 | (511.238) | (27.258) |
| Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı) | 2.498.633 | 2.672.872 | 3.612.724 | 575.257 | 919.858 |
| DÖNEM KARI/ZARARI | 2.498.633 | 2.672.872 | 3.612.724 | 575.257 | 919.858 |
| Dönem Karının (Zararının) Dağılımı | | | | | |
| Kontrol Gücü Olmayan Paylar | -- | -- | -- | -- | -- |
| Ana Ortaklık Payları | 2.498.633 | 2.672.872 | 3.612.724 | 575.257 | 919.858 |

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu

Toplam varlıklar içerisinde 2018 itibariyle dönen varlıkların ve duran varlıkların oranı sırasıyla %73 ve %27'dir. Aktiflerin %11 nakit ve nakit benzerlerinden oluşmaktadır. Öte yandan stoklar aktiflerin %28'ini oluşturmaktadır. Yine aktifler içinde duran varlıkların oranı %27'dir. Bu varlıkların büyük kısmı çeşitlilik arz eden bir yatırım amaçlı gayrimenkul portföyüdür. Şirket özvarlıklarını desteklemektedir. Toplam kaynakların %70'i yükümlülüklerden, %30 özvarlıklardan oluşmaktadır. Bu oranlar 2019 yılının ilk çeyreğinde şöyle olmuştur. Dönen varlıkların toplam aktiflerin içindeki oranı %77'dir. Duran varlıklarda ise buran %23'dür. Toplam varlıkların %36'sı ticari alacaklardan, %26'sı stoklardan oluşmaktadır.

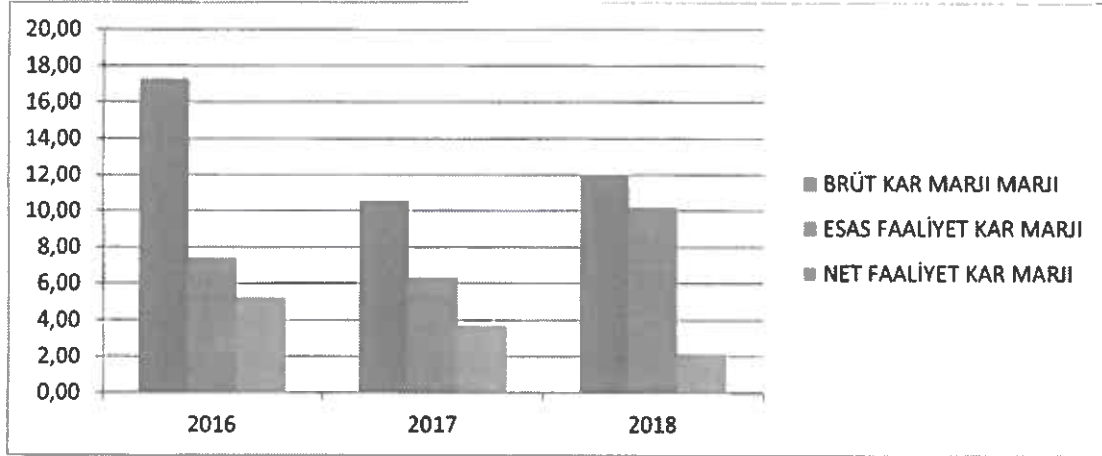
2019 1. çeyrek itibariyle kaynakların %77'si dış yükümlülüklerden, %23'ü özkaynaklardan oluşmaktadır.

2018 yılında brüt faaliyet karı bir önceki yıla göre %161,47, 2016'ya göre %141,05 artarak 19.882.000 TL olmuştur. Şirket sermayesinden fazla esas faaliyet karı elde etmiştir. Esas faaliyet karı 2018'de 2016 yılına göre %380,10, 2017 yılına göre ise %273,33 artmıştır. Bu artışta özellikle yılın son yarısında kur sıçramalarından sonra yapılan ürün satışlarının etkisi olmuştur. 2019 yılının ilk çeyreğinde Şirket döviz bazlı kredilerinin oranı %77,92'ye çıkmıştır. Şirket'in bu dönemde kur farkından ayrıştırılmış finansman gideri bir önceki yılın aynı dönemine göre %174,66 artarak 1.201.905 TL olmuştur.

Öte yandan 2019 yılı 1.Çeyreğinde satışlar 2018 yılının aynı dönemine göre % 16,15 artmıştır. Satışların maliyetinde ise bu artış %13,61 olmuştur. Brüt kar %39,55 artmasına rağmen, yatırım faaliyetlerinden elde edilen kar atışlarıyla birlikte net esas faaliyet karı 2018 yılının 1. çeyreğine göre % 59,9 artmıştır.

Şirket'in yatırım faaliyetlerinden gelirlerini yatırım amaçlı gayrimenkullerin değer artışı ve kira gelirleri oluşturmaktadır. Bu rakamlar 2019 ilk çeyrek için sırasıyla 344.785 TL değer artışı ve 181.090 TL kira gelirleri olmuştur.

Şekil 7. Şirket 2016-2017-2018 kar marjırasoyoları.



Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu Mali Tabloları ve Şirket

İhraççının net satışları deri konfeksiyon giysiler ve içeceklerden oluşmaktadır. 2017 yılında deri kısmının satışları Rusya-Türkiye gerginliğinin azalması ve Rusya-Ukrayna krizinin hafiflemesi sonucunda artan ihracat rakamlarıyla, %93,35 yükselerek 48.771.371 TL'ye çıkmıştır (Aynı dönem Türkiye'den Rusya'ya yapılan toplam deri konfeksiyon ihracatı %72 artmıştır – Kaynak: İDMİB ihracat kayıt rakamları). 2018 yılına gelindiğinde deri kısmının satış rakamları yine Rusya etkisiyle ve yükselen ABD Doları/TL paritesiyle %59,23 artmıştır (Aynı dönem Türkiye'den Rusya'ya yapılan toplam deri konfeksiyon ihracatı %28 artmıştır – Kaynak: İDMİB ihracat kayıt rakamları. ABD Doları TL karşısında %39,66 değer kazanmıştır. Şirket'in deri bölümünün satışlarının hemen hemen tamamı döviz bazlıdır). Buna mukabil içecek bölümü satışlarına, yılın başından itibaren yapılan Tuborg distribütörlük anlaşmasının oldukça olumlu etkisi olmuştur. Su ve diğer meşrubat kalemlerinde ciddi bir artış olmamasına rağmen Tuborg gelirlerinden eklenen 64.583.311 TL net satış rakamı, içecek bölümünün konsolide cirodaki payını %53,35'e çıkartmıştır..

3. PAZAR HAKKINDA BİLGİ

Yaklaşık 7 bin işletmenin yer aldığı dericilik sektörü, 70 bin kişiye istihdam sağlamaktadır. Türkiye, günümüzde deri sektöründe dünyanın en büyük 11. tedarikçisi konumundadır. Sektör, dünya deri ticaretinden binde bir pay almaktadır. (Kaynak: ISO)

Sektörün en büyük ihracat pazarlarının başında Rusya gelmektedir. 2014 yılında Rusya-Ukrayna gerginliği ile başlayan, 2015 yılında Rusya-Türkiye arasında meydana gelen “düşürülen uçak krizi” ile tepe yapan olaylar, sektörü oldukça olumsuz etkilemiştir. Ancak, Rusya ile ilişkilerin düzelmesi ve dünyanın en büyük deri ithalatçıları olan; ABD, Almanya, Fransa, Kanada, Japonya ve Güney Kore gibi ülkelere yönelik ihracat hamleleri, sektörün 2017 yılıyla birlikte ivmesini yükseltmiştir.

İstanbul Deri ve Deri Mamulleri İhracatçıları Birliği (İDMİB) rakamlarına göre 2017’de 1,5 milyar USD ihracat yapan sektör, 2018 yılında 1,7 milyar ABD doları ihracat yapmıştır. (Kaynak: İDMİB).

Geçtiğimiz dönemde fason işçilikteki KDV oranlarının düşürülmesi, kıymetli kürkte ÖTV indirimi üretime doğrudan destek vermiştir. Bu destek dericilerin rahatlatırken, krediye erişim, taklit ürün de sıkı kontrol ve denetim, ham derinin kayıt dışılığının önlenmesi ve iş kümelenmelerinin şehir içlerinde sağlıksız ve uygun olmayan yerlerden, şehir yakınlarındaki alanlara taşınma kararı alınması gibi beklentiler ise devam etmektedir.

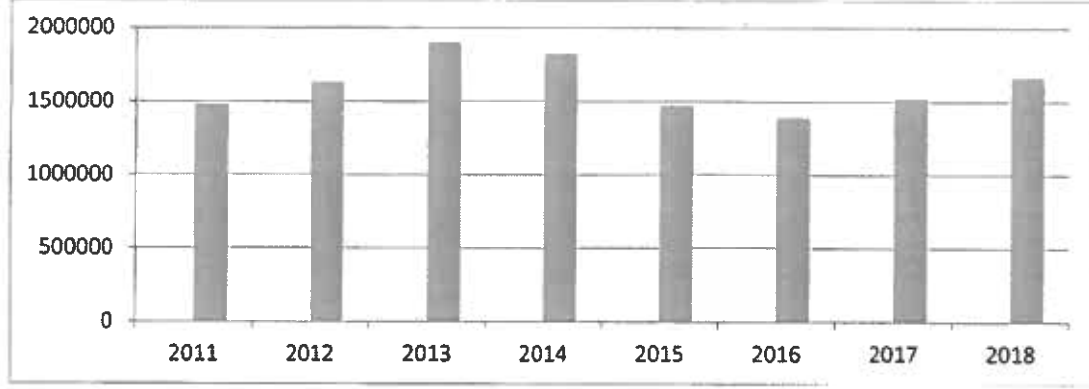
Türk deri sektörü, alt yapısı, teknolojik gelişmeleri, ihracatı ve üretimi ile belirli bir rekabet düzeyine ulaşmış olsa da, sektörün temel girdisi olan ham derinin ülke genelinde üretim kapasitesinin standartlara çok uygun ve yeterli düzeyde olmaması, ham ve yarı işlenmiş deri ithalatını yüksek düzeyde tutmaktadır. Bugün ülkemizde üretilen deri türleri koyun, kıl keçisi, tiftik keçisi, sığır, manda, ceylan ve deve derisidir. Geçmiş yıllarda, ithal ettiği ham ve yarı işlenmiş deriyi, değeri yüksek ürünlere dönüştürerek, bu ürünleri bavul ticareti yoluyla kuzey ülkelerine ihraç eden Türk deri sanayisi, günümüzde bu ticaret biçiminin azalmasıyla kayıtlı ihracata daha fazla ağırlık vermeye başlamıştır. Ülkemizde ağırlıklı olarak İstanbul-Tuzla, Tekirdağ-Çorlu, İzmir-Menemen, Bursa, Uşak, Bolu-Gerede, Balıkesir-Gönen, Manisa-Kula ve Isparta’da deri işleme sanayisinin yoğunlaştığı görülmektedir.

Bütün olumsuzluklara rağmen, krizlerden ders alan sektör firmaları, ihracat çeşitliliğini artırma, kurumsallaşma ve markalaşma yönünde ciddi çabalar sarf etmektedirler.

2018 yılı Ocak-Aralık döneminde, Türkiye’nin genel ihracatı % 7,1 oranında artarak 168,1 milyar dolar değerinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde Türkiye deri ve deri ürünleri ihracatında ise %9,5 oranında artış yaşanmış, 1,7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Deri ve deri ürünleri sektörümüzün toplam ihracattan aldığı pay % 1,0 olarak kaydedilmiştir.

2018 yılı Ocak-Aralık döneminde en önemli ihracat pazarı, %28,1 artış oranı ile Rusya olmuştur. Bu dönemde Rusya’ya yapılan ihracat 255,4 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Rusya’nın Türkiye deri ve deri ürünleri ihracatından aldığı pay %15,3 olarak hesaplanmaktadır. 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde %7,4 payı ile ikinci en önemli ihracat pazarı Almanya olmuştur. Almanya’ya ülkemizden, geçen yılın aynı döneminde kıyasla %11 artış oranı ile 122,8 milyon dolarlık deri ve deri ürünleri ihracatı gerçekleştirilmiştir.

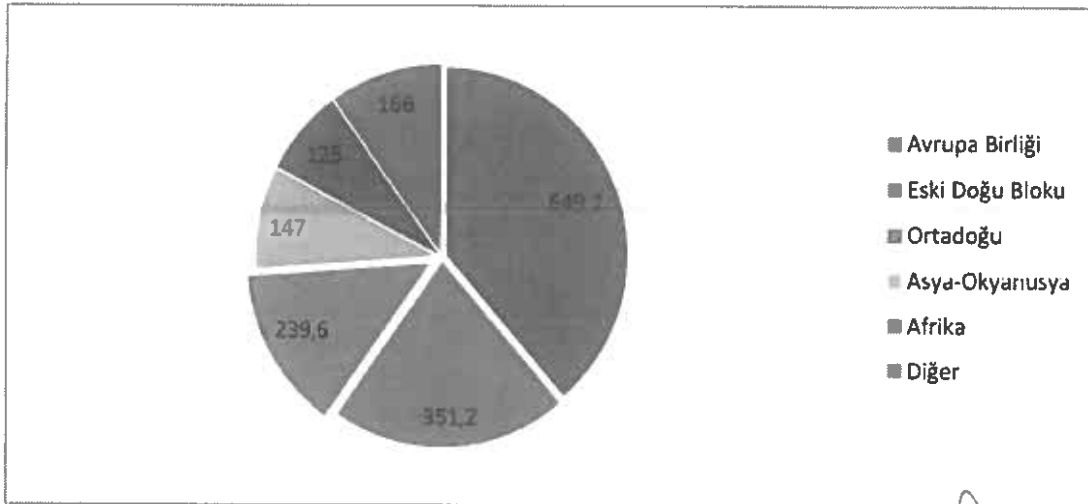
Şekil 8. Türkiye'nin deri ve ürünleri ihracatı.



Kaynak: İDMİB

Gelişmeler ülke grupları açısından değerlendirildiğinde, % 38,9'luk payıyla en önemli ihracat pazarı konumunda olan Avrupa Birliği'ne yapılan ihracat, 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine oranla % 4,2 artış göstererek 649,2 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde Eski Doğu Bloku Ülkelerine yapılan ihracatda %20,1 oranında artış kaydedilmiş, sektörün toplam ihracatından %21,1 oranında pay alarak 351,2 milyon dolar değerinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde Ortadoğu ülkelerine yönelik deri ve deri mamulleri ihracatında %1,3 düşüş ile 239,6 milyon dolar olarak kaydedilmiştir. Bu ülkelere yapılan deri ve deri ürünleri ihracatı, toplam deri ve deri ürünleri ihracatının % 14,4'ünü oluşturmaktadır. Deri ve deri ürünleri ihracatında diğer önemli pazarlardan olan Asya ve Okyanusya Ülkeleri grubuna yapılan ihracat, bu dönemde bir önceki yılın aynı dönemine oranla % 5,1 artış yaşayarak 147,0 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu ülke grubunun Türkiye toplam deri ve deri ürünleri ihracatındaki payı ise % 8,8 olarak kaydedilmiştir. 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde Afrika ülkelerine yönelik ihracat ise %40,7 oranında artarak yaklaşık 125 milyon dolar olarak gerçekleşmiş, bu ülkelerin toplam ihracat içerisindeki payı ise %7,5 olmuştur.

Şekil 9. Deri ve ürünleri ihracatının bölgesel dağılımı.



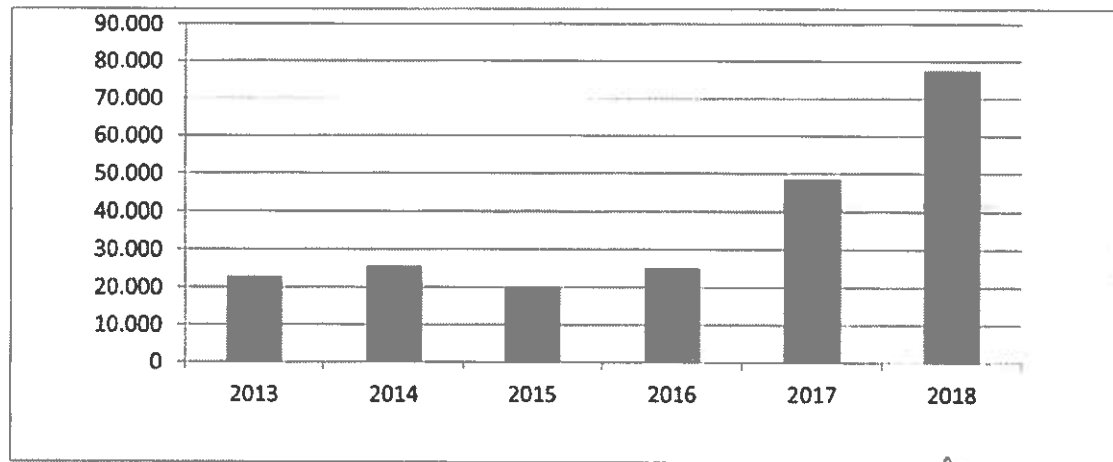
Kaynak: İDMİB

ve bu değer ile %29,0 pay almıştır. Deri giyim ürün grubu ihracatında 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %6,4 oranında düşüş yaşanmış, ihracat 153 milyon dolara gerilemiştir. 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde deri giyim ürün grubunda Türkiye'nin en büyük ihracat pazarı, 2017 yılı aynı dönemine kıyasla ihracatın % 1,7 oranında yükselerek 50,5 milyon dolar olarak gerçekleştiği Rusya olmuştur. Fransa, %3,7 düşüş ile Ocak-Kasım döneminde ikinci önemli pazarı olmuştur. İhracatdan % 11,5 oranında pay alan Fransa'ya 17,6 milyon dolar değerinde ihracat gerçekleştirilmiştir. 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde, deri giyim ürün grubunda ihracat yapılan ilk on ülke içerisinde; ABD'ye %3,4, Hollanda'ya %20,8 ve Avusturya'ya %3,0 oranında ihracat artışları kaydetmiştir. Kürk giyim ürün grubunda, 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %6,6 oranında artış yaşanmış, ihracat 135 milyon dolardan 144 milyon dolara yükselmiştir. 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde kürk giyim ihracatında en büyük pazarın Rusya olduğu görülmektedir. Rusya'ya yönelik ihracatda 58 milyon dolarlık bir ihracat hacmi yakalanmış ve bu değerle kürk giyim ihracatından %40,1 pay almıştır. Kürk giyim ihracatında ikinci sırada, %14,5 oranında artış yaşanmış olan Fransa yer almaktadır. Bu ülkeye Ocak-Aralık döneminde 18,7 milyon dolarlık ihracat gerçekleştirilmiştir. Fransa'nın kürk giyim ihracatı içerisindeki payı %13,0 olarak kaydedilmiştir. Saraciye ürün grubunda, 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre % 12,9 oranında artış yaşanmış, ihracat 189 milyon dolar değerinde gerçekleşmiştir. Saraciye ürünleri ihracatının en önemli pazarı olan İtalya'ya yapılan ihracat, 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde % 84,3 oranında artarak 37,2 milyon dolara yükselmiştir. İtalya'nın Türkiye saraciye ihracatı içerisindeki payı ise bu dönemde % 17,4 olarak kaydedilmiştir. Saraciye ihracatının 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde bir diğer önemli pazarı olan Almanya'ya ihracat ise %31,5 oranında düşerek 19,2 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

4. BÜYÜMEYİ DESTEKLEMESİ BEKLENEN UNSURLAR

Şirket kurulduğundan 2016 yılına kadar yükselen bir büyüme eğrisi göstermiştir. Ancak, özellikle söz konusu yıldan sonra, Şirket'in dövizle satış yapması sebebiyle, yükselen Amerikan Doları, kurumsallaşma çalışmaları ve en önemlisi özgün kreasyonlar nedeniyle büyüme ivmesi artmıştır.

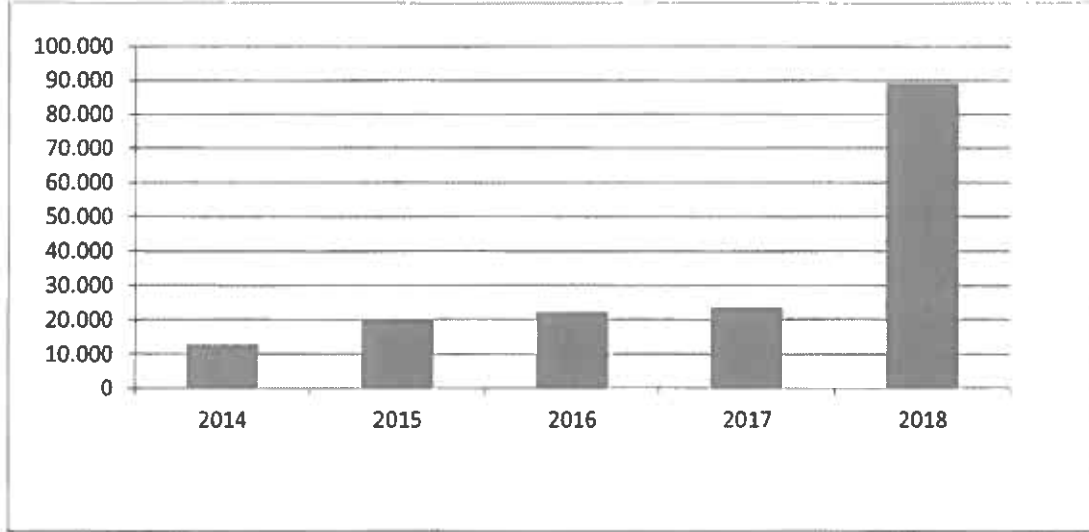
Şekil 11. 2013-2018 arası Derlüks Deri solo satışlar .



Kaynak:Şirket

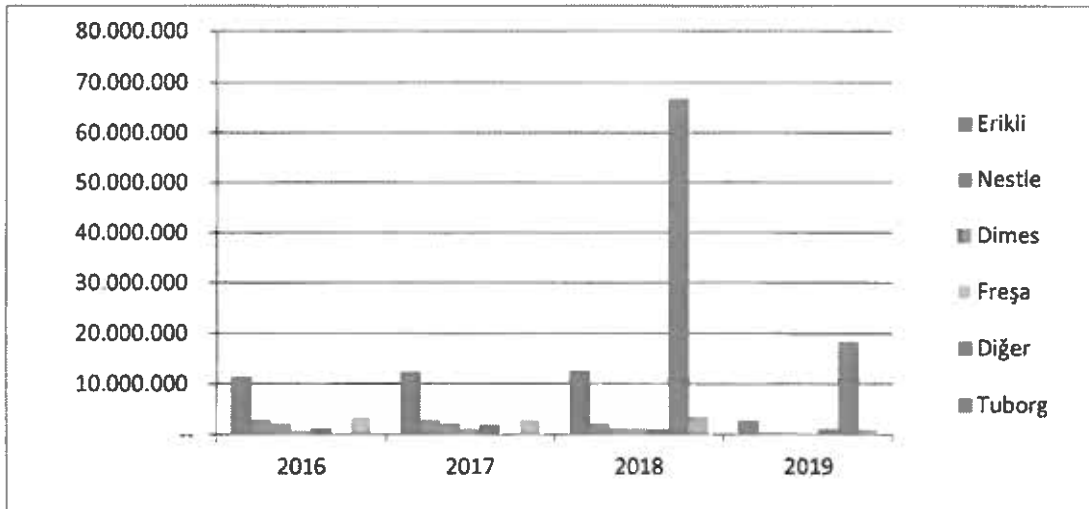
Bağlı Ortaklığı, Derlüks Deri bünyesine katıldıktan sonra ciddi yatırımlar yapmış ve büyüme ivmesinde ana şirkete katılmıştır. Özellikle ürün gamına Tuborg'un katılmasının önemli etkisi olmuştur.

Şekil 12. 2014-2018 arası Boran Meşrubat solo satışlar



Kaynak: Şirket

Şekil 13. İçecek Bölümü Satışlarının Ürün Bazlı Dağılımı



Kaynak: Şirket

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Ticaret Sicil No: 274945 Yıldıray Sok. No: 11 Güven Sokak Plaza
Kat: 9 Beşiktaş / İstanbul
Tic Sicil No: 274945 Fax: +90 212 693 05 70-71
E-posta: info@yeminmenkul.com.tr
Tic Sicil No: 274945 Tic Sicil No: 266539
Tic Sicil No: 274945 Tic Sicil No: 266539
Tic Sicil No: 274945 Tic Sicil No: 266539

Şirket'in büyüme stratejisini hayata geçirmek için sahip olduğu güçlü yanlar ve dönemsel avantajlar aşağıda sıralanmıştır:

Güçlü Yanlar ve Dönemsel Avantajlar

- Şirket'in 17 yıllık faaliyet geçmişi olması sebebiyle sektörde kazanılmış olan güvenilirlik ve piar çalışmaları nedeniyle yurtdışında kazanılmış marka bilinirliği. İhraççı, özellikle Rusya ve Ukrayna'da 2014-2016 yılları arasında ciddi piar çalışmaları yapmıştır. Bu ülkeler genelinde tanınırlığı üst seviyededir.
- Müşterilerin, kalite yönetim standart ve sertifikasyon beklentilerinin tamamını karşılaması. Şirket, ISO 9001, İSO 9001, İSO 10002 ve İSO 14001 kalite belgelerine sahiptir. Turqualtiy Belgesi almak için girişimlere başlayacaktır. Bu belge sayesinde yurt dışında bilinirliği artacak ve yurt dışı büyümelerinde devlet desteği sağlayacaktır. (Kaynak: Şirket 2019-2023 Strateji Planı).
- Uzun zamandır birlikte çalışan yönetim kadrosu ve tecrübeli satış ekibi. Şirket ve Bağlı Ortaklığı'nın yönetici ve kalifiye işçi kadrosunun ortalama birlikte çalışma süresi 10 yıla yakındır.
- Rekabetin daha az olduğu erkek ürünlerine odaklanılmış olması. Kreasyonlarının özgün olması. Şirket her yıl sonbahar-kış ve ilkbahar-yaz olmak üzere iki koleksiyon hazırlamaktadır. Bu koleksiyonlardaki özgün kreasyon sayısı 500'e yakındır. Kendi sektöründe bu sayının ortalaması 150 civarındadır. Bu durum Şirket'e aynı bölgede çalışan müşterilerine farklı ürünler satma avantajı sağlamaktadır. Bu durum müşteri memnuniyetini artırmaktadır.
- Şirket'in Rusya ve Ukrayna'da 300'ü aşkın sadık bir müşteri portföyü vardır. Bu müşteriler düzenli olarak yıl içinde ürün talep etmektedirler. Ayrıca, İhraççının 4 yıldır yaptığı direk ihracat çalışmaları meyve vermeye başlamıştır. Derlüks Deri'nin 2016 yılından önce eski doğu bloku ülkelerine gerçekleştirdiği satış, toplam satışların tamamı düzeyindeyken, 2018 yılında bu oran %93.47'ye düşmüştür. Şirket, Balmain, YvesSalomon, Lara Jarmon, Tigha, SiesMarjan, Barbara Bui ve Humanoid gibi bir çok tanınmış markayla iş birliği yapmaya başlamıştır.
- Derlüks Deri tam kapasiteye yakın çalışmaktadır. Ancak, kapasite arttırımı yapmak maliyetli değildir. Şirket, fikir ve emek yoğun bir iş planlamasıyla çalışmaktadır. Bir dikiş makinesinin ortalama maliyeti 1.800 TL civarındadır. Bir dikimhane işçisinin ortalama maliyeti yıllık 36.000 TL civarındadır. Üç işçi, bir makine arttırımının yıllık maliyeti 110.000 TL civarındadır. Bu maliyetle ortalama yıllık 2.695 adet ürün üretmek mümkündür 330 000 TL maliyetle Şirket kapasitesini %10 arttırabilir.
- Bağlı ortaklığın su, bira ve meşrubat satan noktalara, bütün bu ürünleri çapraz pazarlama yöntemi ile satılabilmesi. Yeni ürün gamı eklenmesi halinde yüksek bir yatırım maliyeti gerekmemesi. Bu durum Tuborg'un ürün gamına katılmasıyla meydana gelen satış hacmi büyümesiyle daha da belirgin hale gelmiştir. Dağıtım ağına bir distribütörlük daha eklenmesi hem toplam ciroya, hem FAVÖK'e ciddi katkılar yapabilmesine rağmen genel yönetim giderlerinde artış meydana getirmemektedir.

- Bağılı ortaklığın ana faaliyet konusu dağıtımın, en önemli unsurlarlarından biri olan araç filosunun yeni olması (ortalama 2015 model).
- Şirket'in gider yaratan finansal borçları bulunmaktadır. Şirket halka açılmayla birlikte bu borçların büyük çoğunluğunu ödeyecek, kalanı da hedge edecektir. Ayrıca, halka arzdan elde edilecek gelirle 4 yıllık süre içinde İstanbul, Antalya, Moskova, Kiev, Petersburg vb. şehirlerde, yıllara yayılır bir şekilde perakende mağazacılığa başlamayı planlamaktadır. Öte yandan, yurt dışı A segmenti müşteriye hitap eden Derlüks, A plus müşteri kitlesini de hedefine almıştır. Saydığımız bu yollarla kar marjının artırılması planlanmaktadır. (Kaynak: 09.05.2019-2019/23 sayılı Yönetim Kurulu kararı ile onaylanan "Sermaye Artırımından Elde Edilecek Fonların Kullanım Yerleri Raporu".
- Özellikle Amerikan Dolarının artması, Şirket'in satış hacmine katkı yapmaktadır. TCMB anketi 2019 yıl sonu Amerikan Doları'nı 6,2 TL olarak baz almaktadır. Herhangi bir sıçrama yapmadan Amerikan Dolarının enflasyon-devalüasyon ilişkisi içinde doğru orantılı artması dahi İhraççının satışlarına katkı yapmaktadır.
- En çok ihracat yapılan ülke olan Rusya il iyi ilişkilerin tesis edilmesi ve bu ilişkilerin daha da güçleneceği sinyalleri vermesi, Şirket büyümesi açısından oldukça olumludur.
- Şirket'in en çok satış yaptığı ülke olan Rusya'nın Amerikan ambargosuna rağmen 2019 yılında ve sonrasında düzenli büyümesi bekleniyor. Yaptırımlardan sonra 2015 yılında küçülen Rus ekonomisinin 2016'dan itibaren arka arkaya üç yıl büyüdüğü görülüyor (Kaynak: Rosstat). Ayrıca, Rusya'nın 2020 yılında Almanya ve İngiltere'yi geçerek dünyanın 5. büyük ekonomisi olması bekleniyor (Kaynak: Standard Chartered Bank)

5. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Derlüks Deri'nin paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemleri olarak İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır.

5.1 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları Analiz Yöntemi)

5.1.1 Varsayımlar

Projeksiyonlar Şirket tarafından, üretimi ve satışı yapılan ürünlere gelen talepler doğrultusunda oluşturulmuştur. Şirket deri konfeksiyon bakımından faaliyet gösterdiği alanları genişleterek, üst segment müşterilerine yönelik perakende mağazacılık faaliyetlerine yönelmeyi planlamakta olup, bağılı ortaklık için distribütörlük anlaşmalarını genişletmeyi planlamaktadır. Bu doğrultuda satış gelirleri ve maliyetlere ilişkin varsayımlar aşağıda belirtilmiştir.

- Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmış olup, aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler TL cinsindedir.
- Projeksiyon dönemi 2019-2023 yılları arasını kapsamakta olup, Şirket'in indirgenmiş nakit akımları analizine ("İNA") göre değerlemesinde ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek bugünkü değerine indirgenmiştir.
- Şirket'in satış gelirleri üç ana kalemden incelenmiştir.

- Net işletme sermayesinin hesaplanmasında geçmiş yıllardaki ortalama devir hızları ve bağımsız denetim raporu göz önünde bulundurularak devir hızları gün olarak aşağıdaki gibi belirlenmiş olup, işletme sermayesi ihtiyacı da bu doğrultuda hesaplanmıştır:

Tablo 15: 2019-2023 arası tahmini işletme sermayesi ihtiyacı

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Ticari Alacaklar | 24.541 | 47.207 | 53.669 | 61.027 | 68.888 | 76.586 |
| Stoklar | 20.873 | 27.200 | 30.943 | 35.207 | 39.784 | 44.248 |
| Ticari Borçlar | 17.747 | 50.891 | 57.894 | 65.872 | 74.434 | 82.786 |
| Net Satışlar | 166.492 | 181.374 | 206.204 | 234.473 | 264.675 | 294.250 |
| SMM | 146.670 | 160.131 | 182.166 | 207.269 | 234.211 | 260.490 |
| Alacak Tahsil Süresi* | 100 | 95 | 95 | 95 | 95 | 95 |
| Stok Süresi | 46 | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 |
| Borç Ödeme Süresi* | 153 | 116 | 116 | 116 | 116 | 116 |
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Net Çalışma Sermayesi | 27.667 | 23.516 | 26.719 | 30.363 | 34.238 | 38.047 |
| ▲ Net Çalışma Sermayesi | | -4.151 | 3.202 | 3.644 | 3.875 | 3.810 |

Kaynak: Şirket

*: Borç ödeme ve alacak tahsil süreleri ile ilgili varsayımlar, bağımsız denetim raporunda yer alan geçmiş son üç yıl verilerinin ağırlıklı ortalaması olarak değerlendirilmiştir. Şirket aldığı/verdiği ticari çekleri üzerinde yazılı olan tarihten önce tahsil/ödeme yapabilmektedir. Bu doğrultuda bağımsız denetçi ilgili çekler için gerçekleşen edimlerin tarihine göre reeskont uygulamıştır.

- Şirket'in planladığı yatırım harcamaları mevcut filo yatırımlarından doğan amortisman giderleri kadar gerçekleşeceği planlanmış olup, ilgili varsayımlar aşağıdaki gibidir.

Tablo 16: 2019-2023 arası tahmini yatırım ihtiyacı

| Bin TL | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Yatırım Harcamaları | 458 | 499 | 568 | 646 | 729 | 810 |
| TOPLAM | 458 | 499 | 568 | 646 | 729 | 810 |

Kaynak: Şirket

- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti(AOSM); Şirket'in özsermaye maliyeti ve ortalama borçlanma maliyeti, Şirket'in özsermayesi ve finansal borçları toplamına göre ağırlıklandırılarak %21,97 olarak hesaplanmıştır. Kurumlar vergisi AOSM hesaplaması tarihi itibarıyla geçerli olan %22 kullanılmıştır. Hesaplamaya ilişkin detaylar aşağıdaki gibi dikkate alınmıştır.

| 31.03.2019 ŞİRKET VERİLERİ(TL) | |
|---|-------------|
| Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar(a) | 43.811.269* |
| Özkaynaklar (b) | 23.015.959 |
| Özkaynak Ağırlığı (b/a+b) | 0,3444 |
| Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçların Ağırlığı (a/b+a) | 0,6556 |

*: İlgili bakiye bağımsız denetim raporu dipnot 6'da 44.061.306 TL'dir. Bu fiyat tespit raporunda finansal borçlar olarak yalnızca banka kredileri hesaplamaya dahil edilmiş olup, finansal kiralama ve kredi kartından kaynaklanan borçlar hesaplamaya dahil edilmemiştir. Bu yaklaşımın sebebi; Şirket'in borçluluk oranını yükselterek, AOSM hesabında 5 baz puanlık bir düşüş ile %22,17 yerine %22,12 olarak gerçekleşecek olmasıdır.

| Kaldıraçlı Beta | |
|--|-------------|
| Piyasa Betası(a) | 1,00 |
| Kurumlar Vergisi(t) | %22 |
| Borçların Toplam Kaynaklardaki Ağırlığı(b) | %65,56 |
| Kaldıraçlı Beta(a+(1-t)*b) | 1,51 |

Yukarıdaki veriler ile özsermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Maliyeti(%) | |
|---|---------------|
| TRT080328T15 (Risksiz Faiz Oranı), (R_F) | %18,94 |
| Beta (β) | 1,51 |
| Özsermaye Risk Primi (ERP), (R_M-R_F) | %8,95 |
| CAPM = Özsermaye maliyeti = $R_F+\beta*(R_M-R_F)$ (A) | %32,47 |
| Özsermayenin toplam kaynaklardaki ağırlığı (B) | %34,44 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Maliyeti = A*B | %11,18 |

Yukarıda hesaplanan ağırlıklandırılmış özsermaye maliyeti ve vergi sonrası ağırlıklandırılmış ortalama borçlanma maliyeti ile AOSM aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

| Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) | |
|---|---------------|
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Maliyeti(a) | %11,18 |
| Vergi Sonrası Ağırlıklandırılmış Borçlanma Maliyeti (b) | %10,99 |
| AOSM = A+B | %22,17 |

- 2023 yılından sonra Şirket'e ilişkin nihai değer hesaplamasında Şirket'in deri kısmının satışları döviz cinsi olması nedeniyle büyüme oranı %5,0 olarak ön görülmüştür.
- İndirgenmiş nakit akımları analizinde hesaplanan vergi sonrası faaliyet karı hesaplamasında kullanılan kurumlar vergisi oranı; 2019 ve 2020 yılları için %22 olarak uygulanırken, 2021-2022-2023 yılları için %20 olarak uygulanmış ve ilgili yılda ödendiği varsayılmıştır.

5.1.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri

Yukarıda belirtilen varsayımlar doğrultusunda;

Tablo 17: 2019-2023 arası indirgenmiş nakit akımları

| İndirgenmiş Nakit Akımları (Bin TL) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Net Satışlar | 166.492 | 181.374 | 206.204 | 234.473 | 264.675 | 294.250 |
| Satışların Maliyeti | 146.670 | 160.131 | 182.166 | 207.269 | 234.211 | 260.490 |
| Brüt Kar | 19.823 | 21.243 | 24.037 | 27.204 | 30.465 | 33.760 |
| Faaliyet Giderleri | 5.843 | 6.181 | 7.061 | 8.067 | 9.178 | 10.235 |
| EBIT | 13.980 | 15.062 | 16.976 | 19.137 | 21.287 | 23.524 |
| EBIT üzerinden vergi (-) | 3.075 | 3.314 | 3.735 | 3.827 | 4.257 | 4.705 |
| EBIAT | 10.904 | 11.748 | 13.241 | 15.309 | 17.029 | 18.819 |
| Amortisman (+) | 423 | 461 | 524 | 596 | 673 | 748 |
| Yatırım Harcamaları (-) | 458 | 499 | 568 | 646 | 729 | 810 |
| Net İşletme Sermayesi Değişimi (-) | | -4.151 | 3.202 | 3.644 | 3.875 | 3.810 |
| Serbest Nakit akımı | | 15.860 | 9.995 | 11.616 | 13.099 | 14.948 |
| İndirgenmiş Nakit Akımları | | 14.070 | 7.221 | 6.833 | 6.275 | 5.831 |
| Projeksiyon Dönemi | 41.362 | | | | | |
| Atık Değer | 36.510 | | | | | |

| Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kârı / Zararı (TL) | 31.03.2018 - 31.03.2019 | | |
|--|-------------------------|------------------|-------------------|
| | Deri | İçecek | Toplam |
| FINANSMAN GELİRİ GİDERİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI) | 15.498.476 | 3.666.575 | 19.165.051 |
| Finansman Gelirleri | 2.348.213 | -- | 2.348.213 |
| Finansman Giderleri (-) | 14.857.710 | 1.809.638 | 16.667.348 |
| Net | 2.988.979 | 1.856.937 | 4.845.916 |
| Vergi Öncesi Kâr Ağırlık(%) | %61,68 | %38,32 | %100,00 |

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu

Tablo 20: Kısımlar arası Net Kâr Hesaplaması

| Deri Konfeksiyon & İçecek Net Kâr Hesaplaması (TL) | | |
|--|----------------|------------------|
| Derlüks Net Kâr | | 3.957.325 |
| -Deri Net Kar | %61,68 | 2.440.893 |
| -İçecek Net Kar | %38,32 | 1.516.432 |
| Toplam | %100,00 | 3.957.325 |

5.2.1 Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

Ana ortaklık Derlüks Deri'nin şirket değeri tespit edilirken, Halka Arzın gerçekleşmesi halinde Şirket'in dahil olması muhtemel Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü'nde yer alan aşağıdaki şirketlerin 03/06/2019 tarihli çarpanları kullanılmıştır. Söz konusu çarpan değerleri Finnet Veri Programı'ndan temin edilmiştir.

03/06/2019 tarihli sektör verileri aşağıdaki gibidir.

Tablo 21: Piyasa çarpanları baz alınmış şirketler.

| 03.06.2019 | Piyasa Değeri (TL) | Firma Değeri (TL) | Net Borç (TL) | Özkaynaklar (TL) | Net Satışlar (TL) | FAVÖK (TL) |
|------------|--------------------|-------------------|---------------|------------------|-------------------|-------------|
| ATEKS | 210.924.000 | 246.812.873 | 35.888.873 | 455.155.940 | 102.302.813 | 5.676.377 |
| ARSAN | 149.054.400 | 252.176.743 | 103.122.343 | 327.171.993 | 62.225.483 | 1.090.131 |
| BLCYT | 72.000.000 | 147.984.641 | 75.984.641 | 125.206.106 | 52.426.790 | 17.007.982 |
| BRKO | 28.800.000 | 57.879.860 | 29.079.860 | 88.205.040 | 3.880.028 | -761.487 |
| BRMEN | 10.355.450 | 10.413.174 | 57.724 | 30.271.427 | 942.124 | -93.231 |
| BOSSA | 217.000.000 | 705.957.040 | 488.957.040 | 150.013.893 | 149.807.816 | 29.290.664 |
| DAGI | 67.115.000 | 144.010.333 | 76.895.333 | 96.181.753 | 28.467.077 | 5.243.975 |
| DERİM | 44.550.000 | 138.172.682 | 93.622.682 | 41.410.405 | 56.253.286 | 475.900 |
| DESA | 126.992.682 | 278.413.901 | 151.421.219 | 79.412.583 | 92.410.317 | 20.125.699 |
| DIRIT | 7.881.000 | 20.399.126 | 12.518.126 | 4.141.093 | 1.043.831 | -543.357 |
| HATEK | 87.360.000 | 139.337.091 | 51.977.091 | 217.245.153 | 39.851.452 | -874.625 |
| KRTEK | 43.875.623 | 218.539.035 | 174.663.412 | 57.952.379 | 76.810.917 | 7.752.511 |
| KORDS | 2.379.090.599 | 3.759.010.076 | 1.379.919.477 | 1.949.815.590 | 1.265.140.511 | 197.633.911 |
| LUKSK | 40.600.000 | 81.852.994 | 41.252.994 | 80.853.126 | 23.180.151 | 4.902.797 |
| MNDRS | 160.000.000 | 1.041.201.941 | 881.201.941 | 239.081.410 | 247.895.281 | 32.255.136 |
| MEMSA | 30.780.000 | 88.514.904 | 57.734.904 | 27.825.931 | 0 | -495.326 |
| RODRG | 16.366.350 | 20.547.377 | 4.181.027 | 8.910.322 | 14.366.918 | 70.771 |
| ROYAL | 49.200.000 | 399.689.453 | 350.489.453 | 56.928.789 | 263.083.790 | 6.876.502 |

| | | | | | | |
|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| SKTAS | 50.150.000 | 358.020.880 | 307.870.880 | 91.967.566 | 95.675.420 | 18.081.642 |
| SNPAM | 234.198.563 | 278.478.999 | 44.280.436 | 94.673.214 | 13.094.923 | 3.925.047 |
| YATAS | 629.155.517 | 837.814.384 | 208.658.867 | 321.118.177 | 237.744.028 | 33.764.541 |
| YUNSA | 123.930.000 | 202.674.256 | 78.744.256 | 85.479.137 | 102.586.277 | 6.969.287 |

Kaynak: Finnet Analiz Expert

Tablo 22: Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin karlılık marjları.

| Şirketler | Brüt Kar Marjı (%) | Net Kar Marjı (%) | FAVÖK Marjı (%) | Cari Oran |
|-----------|--------------------|-------------------|-----------------|-----------|
| ATEKS | 17,67 | 2,12 | 5,55 | 1,24 |
| ARSAN | 9,66 | 29,26 | 1,75 | 1,07 |
| BLCYT | 34,19 | 13,03 | 32,44 | 2,07 |
| BRKO | 11,20 | -61,89 | -19,63 | 0,76 |
| BRMEN | 46,74 | -459,33 | -9,90 | 0,05 |
| BOSSA | 26,32 | 1,86 | 19,55 | 1,19 |
| DAGI | 50,73 | -2,46 | 18,42 | 1,13 |
| DERIM | 8,90 | 1,67 | 0,85 | 1,53 |
| DESA | 43,58 | 4,80 | 21,78 | 1,03 |
| DIRIT | -65,25 | -168,19 | -52,05 | 0,58 |
| HATEK | 5,14 | -2,92 | -2,19 | 1,21 |
| KRTEK | 14,92 | 0,11 | 10,09 | 1,61 |
| KORDS | 20,30 | 7,35 | 15,62 | 1,25 |
| LUKSK | 30,04 | 5,92 | 21,15 | 1,68 |
| MNDRS | 15,64 | -7,79 | 13,01 | 0,94 |
| MEMSA | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,04 |
| RODRG | 46,19 | 6,77 | 0,49 | 1,59 |
| ROYAL | 9,66 | -12,96 | 2,61 | 0,86 |
| SKTAS | 29,03 | 16,48 | 18,90 | 0,83 |
| SNPAM | 26,02 | 8,78 | 29,97 | 2,26 |
| YATAS | 40,70 | 5,93 | 14,20 | 1,27 |
| YUNSA | 18,21 | 0,79 | 6,79 | 1,10 |

Kaynak: Finnet Analiz Expert

Bu doğrultuda 03.06.2019 tarihli BİST Doküman, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü çarpanları aşağıdaki şekilde oluşmuştur.

Tablo 23: Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin çarpanları.

| Şirketler | F/K | PD/DD | FD/FAVÖK | PD/NS |
|-----------|-------|-------|----------|-------|
| ATEKS | 10,78 | 0,47 | 5,40 | 0,52 |
| ARSAN | 21,54 | 0,45 | 13,99 | 0,66 |
| BLCYT | 2,57 | 0,58 | 2,12 | 0,36 |
| BRKO | 0,00 | 0,33 | 0,00 | 1,34 |
| BRMEN | 0,00 | 0,34 | 0,00 | 3,17 |
| BOSSA | 3,61 | 1,41 | 4,47 | 0,37 |
| DAGI | 0,00 | 0,68 | 12,87 | 0,54 |
| DERIM | 0,00 | 1,08 | 0,00 | 0,21 |

| | | | | |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| DESA | 10,84 | 1,57 | 5,68 | 0,35 |
| DIRIT | 0,00 | 1,83 | 0,00 | 1,66 |
| HATEK | 6,01 | 0,40 | 6,64 | 0,38 |
| KRTEK | 3,54 | 0,76 | 4,59 | 0,16 |
| KORDS | 7,33 | 1,20 | 5,33 | 0,53 |
| LUKSK | 98,56 | 0,51 | 3,95 | 0,48 |
| MNDRS | 0,00 | 0,66 | 6,64 | 0,13 |
| MEMSA | 0,00 | 1,05 | 0,00 | 324,00 |
| RODRG | 16,81 | 1,73 | 276,32 | 1,14 |
| ROYAL | 0,00 | 0,87 | 58,21 | 0,19 |
| SKTAS | 0,00 | 0,54 | 3,86 | 0,13 |
| SNPAM | 49,28 | 2,49 | 16,20 | 4,22 |
| YATAS | 8,00 | 1,95 | 5,48 | 0,64 |
| YUNSA | 5,34 | 1,46 | 3,90 | 0,31 |
| Aritmetik Ort. | 9,38 | 1,20 | 6,74 | 0,88 |

Kaynak: Finnet Analiz Expert

Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü çarpanları olarak; F/K,PD/DD, FD/FAVÖK ve PD/NS çarpanlarının kullanılması uygun görülmüştür. FD/FAVÖK çarpanı için 1'in altı ve 17'nin üstü, F/K çarpanı için 1'in altı ve 25'in üzerindeki çarpanlar, PD/DD ile PD/NS için 0,50 altı ve 3'ün üstü değerler uç değer olarak kabul edilmiş ve hesaplama dahil edilmemiştir. Bu doğrultuda Şirket değeri, 03.06.2019 tarihli BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü çarpanlarına göre aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Tablo 24: BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü için baz alınan piyasa çarpanları

| | F/K | PD/DD | FD/FAVÖK | PD/NS |
|---|------|-------|----------|-------|
| BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü | 9,38 | 1,20 | 6,74 | 0,88 |

Kaynak: Finnet Analiz Expert

5.2.2 BİST Gıda, Alkol ve Tütün Sektörü Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

Bağlı ortaklık Boran Meşrubat, Türkiye'de faaliyet gösteren içecek firmalarından Türk Tuborg, Nestle-Erikli marka suları, Dimes Meyve Suları gibi içecek firmalarının bölgesel dağıtımını yapmaktadır. Borsada işlem gören ve Bist Gıda, Alkol ve Tütün Sektörü'nde yer alan ve ticari ürün satışı dışında şişeleme faaliyetleri olan; Anadolu Efes Biracılık ve Malt, Türk Tuborg Bira ve Malt, Coca-Cola İçecek, Kristal Kola ve Pınar Su listede yer alan şirketlerdir. Ancak, Boran Meşrubat, ilgili şirketlerin ürün satış ve dağıtımını yapması nedeniyle aynı sektörde yer alsa da, faaliyetleri bakımından sektör şirketlerinden farklıdır. Makul çarpanlarda benzer şirket bulunamaması nedeniyle yukarıda belirtilen şirketler ile sektörün diğer borsaya kote şirketlerinin kullanılması uygun görülmüştür. Büyüklük olarak farklı pazarlarda işlem gören şirketlerin çarpan değerleri, çalışmaya hassasiyet kazandırdığı tespit edilmiş ve çalışmada yer almıştır. Boran Meşrubat'ın ticari ürün satışlarından gerçekleşen karlılığı, Ana Ortaklık Derlüks Deri ile farklı marjlarda gerçekleşmektedir.

BIST Gıda, Alkol ve Tütün Sektörü'nde yer alan şirketlerin çarpanlarından uç değerler olarak kabul edilen çarpanlar hesaplama dahil edilmemiştir. Uç değerler çıkarılarak çarpanların **aritmetik ortalaması** hesaplanmıştır. Uç değer olarak F/K oranı için 25'ten küçük 3'ten büyük; PD/DD oranı için 5'ten küçük 0,5'ten büyük, FD/FAVÖK oranı için 20'den küçük 1'den büyük, PD/NS oranı için ise 1'den küçük 0,1'den büyük oranlar kabul edilmiştir.

| | | | | |
|-------|-------|--------|--------|------|
| PENG | 3,45 | -27,02 | -11,04 | 0,80 |
| PETUN | 13,67 | 1,26 | 7,35 | 1,34 |
| PINSU | 44,95 | -18,67 | 10,75 | 0,41 |
| PNSUT | 14,06 | 4,62 | 5,63 | 1,06 |
| SELGD | 6,55 | 3,98 | -6,62 | 3,17 |
| TATGD | 21,74 | 4,92 | 8,03 | 2,63 |
| TKURU | 10,10 | -32,38 | -14,14 | 1,47 |
| TUKAS | 26,43 | 7,49 | 22,63 | 1,03 |
| TBORG | 48,17 | 12,56 | 25,57 | 1,06 |
| ULUUN | 4,97 | 0,89 | 3,43 | 1,38 |
| ULKER | 27,71 | 18,82 | 17,00 | 3,55 |
| VANGD | 0,18 | 14,60 | -56,83 | 5,34 |

Kaynak: Finnet Analiz Expert

Tablo 27: Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin çarpanları.

| İçecek Sektörü | F/K | PD/DD | FD/FAVÖK | PD/NS |
|-----------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| ALYAG | 0,00 | 1,90 | 0,00 | 0,18 |
| AEFES | 424,94 | 0,93 | 5,87 | 0,57 |
| AVOD | 113,12 | 2,90 | 12,54 | 0,98 |
| BANVT | 24,41 | 1,94 | 4,74 | 0,46 |
| COLLA | 18,87 | 1,19 | 5,50 | 0,64 |
| DARDL | 0,00 | -0,18 | 4,81 | 0,14 |
| EKIZ | 0,00 | 0,38 | 0,00 | 0,11 |
| ERSU | 456,66 | 0,80 | 352,93 | 2,13 |
| FRIGO | 2,61 | 0,64 | 1,80 | 0,22 |
| KRSAN | 0,00 | 0,67 | 65,44 | 0,00 |
| KENT | 87,98 | 8,16 | 38,18 | 3,89 |
| KERTV | 142,35 | 1,64 | 3,65 | 0,44 |
| KNFRT | 5,27 | 1,44 | 4,20 | 1,22 |
| KRSTL | 0,00 | 0,62 | 0,00 | 0,72 |
| MERKO | 0,00 | 1,08 | 26,28 | 0,34 |
| OYLUM | 12,74 | 0,60 | 5,53 | 0,33 |
| PENG | 0,00 | 2,79 | 13,08 | 0,44 |
| PETUN | 5,40 | 0,47 | 4,56 | 0,35 |
| PINSU | 0,00 | 0,99 | 11,51 | 0,23 |
| PNSUT | 6,48 | 0,37 | 4,47 | 0,20 |
| SELGD | 30,46 | 1,00 | 26,68 | 1,26 |
| TATGD | 13,95 | 1,14 | 11,50 | 0,51 |
| TKURU | 0,00 | 5,46 | 0,00 | 1,33 |
| TUKAS | 25,10 | 5,81 | 14,15 | 2,35 |
| TBORG | 6,08 | 2,74 | 3,92 | 1,43 |
| ULUUN | 7,23 | 0,73 | 4,73 | 0,06 |
| ULKER | 7,03 | 1,78 | 7,93 | 1,02 |
| VANGD | 76,00 | 0,94 | 0,00 | 11,33 |
| Aritmetik Ort. | 10,75 | 1,36 | 6,92 | 0,40 |

Kaynak: Finnet Analiz Expert

MERKEZİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Şişli İskele No: 11, 34398 Beşiktaş/İstanbul
 Kuvvetlik Sok. No: 1, 34398 Beşiktaş/İstanbul
 Tel: 0212 349 99 99 Faks: 0212 349 99 77
 www.merkeziyatirim.com.tr www.merkeziyatirim.com.tr
 Kurumlar Vergisi Dairesi
 Sicil No: 266539
 0614-00100000-0017

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Net Kar | 3.957.325 |
| Favök | 17.775.154 |
| Halka Arz Sonrası Firma Değeri | 100.743.910 |

Şirket'in halka arz fiyatına göre halka arz sonrası oluşacak piyasa çarpanları ise aşağıda gösterilmiştir.

| Halka Arz Sonrası Şirket Çarpanları | |
|--|-------|
| F/K | 16,80 |
| PD/DD | 1,41 |
| FD/FA VÖK | 5,67 |
| PD/NS | 0,37 |

Kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi/değiştirilmesi, farklı değerleme yöntemleri ile farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür.

07.06.2019

Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

MENKUL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Nispetiye Tamer Ali Yılmaz Sk. No:13 Çayan Sokağı Kat:1
A Blok Kat:34 Kavcaik Beşiktaş / İstanbul
Tic Sicil No: 275334 00-01 Fax: +90 212 551 00 70 71
www.meksa.com.tr www.meksa.com.tr
Bölge: İstanbul Kurumlar Yeri: İstanbul
Vergi No: 348016984 Sicil No: 275334
Mersis No: 08140016984000000

R. Kaan FERHATOĞLU

Yönetim Kurulu Başkan Vekili /
Genel Koordinatör

VesileŞARLIOĞLU

Yönetim Kurulu Üyesi/
Genel Müdür